

ИНВЕСТИЦИИ

Под редакцией М.В. Чиненова

Рекомендовано УМО по образованию
в области финансов, учета и мировой экономики
в качестве **учебного пособия** для студентов,
обучающихся по специальности «Финансы и кредит»



МОСКВА
2007

УДК 330(075.8)

ББК 65.263я73

Ч63

Рецензенты:

В.Н. Косторниченко, проф. кафедры «Мировая экономика» Московского института международных экономических отношений, д-р экон. наук,

Н.И. Лахметкина, проф. кафедры «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой академии при Правительстве РФ, канд. экон. наук, доц.,

В.А. Литвиненко, проф. Всероссийской государственной налоговой академии, член-корр. Академии менеджмента в образовании и культуре РФ, канд. экон. наук,

А.В. Хрусталёв, заведующий кафедрой «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Московского института международных экономических отношений, канд. физ.-мат. наук

Авторы:

М.В. Чиненов, канд. экон. наук (предисловие, темы 2—7, раздел II),

А.И. Черноусенко, канд. экон. наук, проф. (тема 1),

В.И. Зозуля, канд. пед. наук (гlossарий),

Н.А. Хрусталёва (приложение)

Ч63 Инвестиции : учебное пособие / М.В. Чиненов и [др.] ; под ред. М.В. Чиненова. — М. : КНОРУС, 2007. — 248 с.

ISBN 5-85971-577-3

В учебном пособии раскрываются понятия инвестиций и капитальных вложений. Освещаются вопросы оценки эффективности инвестиционных проектов. Рассматриваются инструменты рынка ценных бумаг, источники финансирования капитальных вложений, основы формирования инвестиционного портфеля и управления им. В целях лучшего усвоения материала приводятся вопросы для самоконтроля, тесты и необходимая литература.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических вузов и факультетов, слушателей системы профессиональной переподготовки кадров, а также бухгалтеров, экономистов и менеджеров организаций, финансистов

УДК 330(075.8)

ББК 65.263я73

ISBN 5-85971-577-3

978-5-85971-577-0

© Коллектив авторов, 2007

© КНОРУС, 2007

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	6
Раздел I. Учебный курс	
Тема 1. Основные понятия и содержание инвестиций	8
1.1. Базовые понятия категории инвестиции	8
1.2. Важнейшие составляющие элементы финансового рынка инвестиций	3
<i>Контрольные вопросы и задания</i>	<i>19</i>
Тема 2. Экономическая сущность и реализация инвестиционной деятельности	20
2.1. Осуществление инвестиционной деятельности	22
2.2. Источники финансирования инвестиционной деятельности ...	23
2.3. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений	23
2.4. Государственные гарантии прав субъектов инвестиционной деятельности и защита капитальных вложений	27
2.5. Инвестиционная привлекательность	30
2.6. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений	32
2.7. Инвестиционная политика предприятий	34
<i>Контрольные вопросы и задания</i>	<i>36</i>
Тема 3. Состав, содержание и оценка инвестиционных проектов	38
3.1. Понятие инвестиционного проекта	38
3.2. Фазы (стадии) развития инвестиционного проекта	38
3.3. Предынвестиционные исследования, их необходимость ...	40
3.4. Назначение бизнес-плана	43
3.5. Бизнес-план инвестиционного проекта	44
3.6. Особенности оценки эффективности инвестиционных проектов в Российской Федерации	47
3.7. Критерии оценки инвестиционного проекта	51
3.8. Количественные методы оценки состоятельности проекта с точки зрения неопределенности	56
3.9. Учет инфляции	60
3.10. Бюджетная эффективность реализации инвестиционных проектов	62
<i>Контрольные вопросы и задания</i>	<i>65</i>

Тема 4. Реализация инвестиционных вложений в капитальное строительство	66
4.1. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве	67
4.2. Стадии проектирования	72
4.3. Проект организации строительства	74
4.4. Проект производства работ	76
4.5. Проектно-сметная документация	77
4.6. Утверждение и экспертиза проектно-сметной документации	79
4.7. Особенности ценообразования в строительстве	84
4.8. Сметная стоимость строительства	85
4.9. Состав свободной (договорной) цены, порядок ее определения	86
4.10. Подрядные торги	87
Контрольные вопросы и задания	88
Тема 5. Инструменты рынка ценных бумаг	90
5.1. Ценная бумага как представитель капитала	90
5.2. Характеристики ценных бумаг	91
5.3. Стоимость и цена ценной бумаги	94
5.4. Ценная бумага как совокупность прав	96
5.5. Основные инструменты рынка ценных бумаг	97
5.6. Инвестиционные качества ценных бумаг	106
5.7. Доходность и риск как основные характеристики инвестиций	110
5.8. Концепция инвестиционного дохода	111
5.9. Виды инвестиционных рисков	111
Контрольные вопросы и задания	118
Тема 6. Инвестиционный портфель	119
6.1. Понятие инвестиционного портфеля	119
6.2. Формирование портфеля инвестиций	123
6.3. Диверсификация портфеля	128
6.4. Модели формирования портфеля инвестиций	130
6.5. Стратегия управления инвестиционным портфелем	134
6.6. Мониторинг инвестиционного портфеля	141
Контрольные вопросы и задания	141
Тема 7. Источники финансирования капитальных вложений	142
7.1. Бюджетные ассигнования	143
7.2. Внебюджетные средства	145

7.3. Инвестиционные ресурсы предприятия, компании, фирмы	145
7.4. Роль собственных средств инвесторов	146
7.5. Привлеченные и заемные средства предприятия-инвестора	147
7.6. Средневзвешенная цена капитала	149
7.7. Методы стимулированных инвесторов	150
7.8. Иностранные инвестиции	152
7.9. Рынок международных кредитов	156
7.10. Мировой рынок обязательств	160
7.11. Методы финансирования инвестиционных проектов	162
7.12. Акционирование как метод инвестирования	163
7.13. Роль банковского кредита	164
7.14. Финансирование долгосрочных инвестиций на основе эмиссии облигаций	166
7.15. Другие формы финансирования и кредитования капитальных вложений	169
7.16. Лизинг: общая характеристика как метода финансирования капитальных вложений	171
7.17. Организация лизинговой сделки	175
7.18. Определение размера и графика лизинговых платежей ...	176
7.19. Приостановление сделки	177
7.20. Меры государственной поддержки лизинговой деятельности	178
7.21. Венчурное (рисковое) финансирование	179
7.22. Стадии и механизм рискового финансирования	180
7.23. Ипотечное кредитование: сущность и особенности	181
<i>Контрольные вопросы и задания</i>	183

Раздел II. Методические рекомендации по изучению дисциплины

Программа дисциплины «Инвестиции»	187
Глоссарий	203
Литература	228
Приложение. Примеры оценки эффективности инвестиционного проекта	230

ПРЕДИСЛОВИЕ

Инвестиции играют важнейшую роль в экономике. Они определяют развитие страны в целом и отдельных субъектов хозяйствования.

Для осуществления инвестиционной деятельности необходимо анализировать различные направления для вложения капитала и обосновывать принятие решений при разработке и реализации инвестиционных программ и проектов, управлять процессом формирования портфельных инвестиций (предприятий, фирм, банков).

Учебное пособие составлено в соответствии с государственным образовательным стандартом высшего профессионального образования по специальности 080105 «Финансы и кредит».

Учебное пособие подготовлено на базе курса «Инвестиции», читаемого в Московском институте международных экономических отношений (МИМЭО).

Авторы будут признательны всем читателям, которые выскажут замечания и пожелания по улучшению настоящего учебного пособия.

РАЗДЕЛ I

УЧЕБНЫЙ КУРС

ТЕМА 1

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И СОДЕРЖАНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ

1.1. БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ КАТЕГОРИИ ИНВЕСТИЦИИ

Инвестиция (от лат. *investire* — облачать) — это вложение капитала в какое-либо дело путем приобретения ценных бумаг или непосредственно предприятия (предприятий) в целях получения дополнительной прибыли или воздействия на дела предприятия, компании.

Инвестициями являются денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины и оборудование, кредиты, любое иное имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности для получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта.

Инвестиции — это совокупность затрат, реализуемых в форме долгосрочных вложений капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и другие отрасли хозяйства.

Инвестиции могут быть финансовыми (портфельными), реальными и интеллектуальными.

Финансовые инвестиции (операции с ценными бумагами) — вложения в финансовые инструменты, т.е. вложения в акции, облигации, другие ценные бумаги и банковские депозиты, активы других предприятий. При осуществлении портфельных инвестиций инвестор увеличивает свой финансовый капитал, получая дивиденды — доход на ценные бумаги.

Реальные инвестиции — это, как правило, долгосрочное вложение средств в отрасли материальной среды для производства какой-либо продукции. Они предназначены для осуществления вложений в создание новых, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий. В этом случае предприятие-инвестор, вкладывая средства, увеличивает свой производственный капитал — основные производственные фонды и необходимые для их функционирования оборотные средства.

Интеллектуальные инвестиции — это вложения в научные разработки, ноу-хау и т.п.

Вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения доходов в будущем и достижения иного полезного эффекта представляет собой **инвестирование** — по сути, это процесс преобразования инвестиционных ресурсов во вложения.

Инвестирование является необходимым условием кругооборота средств хозяйствующего субъекта. В свою очередь, деятельность в сфере производства создает предпосылки для новых инвестиций.

Инвестирование играет существенную роль в функционировании и развитии экономики. Изменение объемов инвестирования оказывает большое влияние на общественное производство и занятость, структурные сдвиги в экономике, развитие отраслей и сфер хозяйства.

В период централизованной плановой экономики в нашей стране под инвестициями понимались только капитальные вложения, которые рассматривались в двух аспектах — как экономическая категория и как процесс, связанный с движением денежных ресурсов. Но инвестиции — более широкое понятие; кроме вложений в воспроизводство основных фондов оно включает вложения в оборотные и финансовые активы, в отдельные виды нематериальных активов. Капитальные вложения — более узкое понятие, они могут рассматриваться лишь как одна из форм инвестиций.

Наибольшее распространение получила трактовка термина «**инвестиции**» как долгосрочное вложение капитала внутри страны и за рубежом в виде реальных и финансовых инвестиций, где **реальные инвестиции** — это вложения капитала в материальные и нематериальные активы, а **финансовые инвестиции** — вложения в финансовые активы.

В общем случае инвестиции могут быть классифицированы по различным признакам: организационным формам, объектам инвестиционной деятельности, видам собственности на ресурсы, характеру участия в инвестировании.

В зависимости от *периода инвестирования* выделяют долгосрочные (в создание и воспроизводство основных фондов, в материальные и нематериальные активы) и краткосрочные инвестиции (в оборотные средства: товарно-материальные запасы, ценные бумаги и т.д.).

Долгосрочные инвестиции связаны: с осуществлением капитального строительства в форме нового строительства, а также реконструкции, расширения и технического перевооружения действующих предприятий и объектов непроектируемой сферы.

По *формам собственности* различают совместные, иностранные, государственные и частные инвестиции.

По *региональному признаку* инвестиции подразделяют на инвестиции за рубежом и инвестиции внутри страны.

По *характеру участия* различают не прямые (предполагается наличие посредника) и прямые инвестиции (прямое вложение средств в материальный объект).

Особое место в мировой экономике занимают иностранные инвестиции. В течение последних десятилетий вопрос об их доле в экономике любой страны, будь то промышленно развитые, типа США и Япония, или развивающаяся, остается актуальным. Каковы должны быть объем и структура иностранных инвестиций, чтобы принести наибольшую пользу национальной экономике? Каковы основные критерии при выборе приоритетных направлений для вложения отечественных и иностранных инвестиций?

В современной России **иностраннные инвестиции** (согласно Федеральному закону от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях Российской Федерации») определяются как вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории России в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору (если таковые не изъяты из оборота или не ограничены в обороте Российской Федерации в соответствии с федеральными законами), в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и рублях), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальная собственность), а также услуг и информации.

Иностранные инвестиции подразделяются на прямые, портфельные и прочие.

Прямые — это те инвестиции, которые сделаны юридически-ми или физическими лицами, полностью владеющими предприятием или контролирующими не менее 10% акций или акционерного капитала предприятия.

Портфельные инвестиции — покупка акций, векселей и других долговых ценных бумаг. Они составляют менее 10% в общем акционерном капитале предприятия.

Инвестиции, не подпадающие под определение прямых и портфельных, относятся к **прочим** (торговые и иные кредиты, банковские вклады и т.д.).

Инвестиционная деятельность предприятия — это деятельность, связанная с формированием инвестиционного портфеля, включающего любые формы инвестиций.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией предприятия.

Инвестиционный портфель предприятия в общем случае формируется на таких принципах, как:

- обеспечение реализации инвестиционной стратегии. Формирование инвестиционного портфеля должно соответствовать инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивая преемственность долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности предприятия;

- обеспечение соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, т.е. перечень выбираемых объектов инвестиций должен ограничиваться возможностями обеспечения их ресурсами;

- оптимизация соотношения доходности и ликвидности, что означает соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходом и риском;

- оптимизация соотношения доходности и риска — это соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходом и ликвидностью;

- обеспечение управляемости портфелем — соответствие объектов инвестирования кадровому потенциалу и возможности осуществления оперативного реинвестирования средств.

Инвестиционная деятельность в рыночных условиях хозяйствования является предпринимательской деятельностью и осуществляется на инвестиционном рынке, состоящем из рынка объектов реального инвестирования, рынка объектов финансового инвестирования и рынка объектов инновационных инвестиций.

Состояние инвестиционного рынка и его сегментов характеризуется такими показателями, как спрос, предложение, цена, конкуренция.

Изучение рыночной конъюнктуры инвестиционного рынка чрезвычайно важно для инвесторов, так как принятие неадекватных решений может привести к снижению доходов, а иногда и к потере капитала.

Инвестиционный рынок изучается, как правило, в следующей последовательности:

- оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка (оценка инвестиционного климата);

- оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности регионов;
- оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей (подотраслей) экономики;
- оценка инвестиционной привлекательности отдельных предприятий;
- оценка инвестиционной привлекательности отдельных проектов, сегментов рынка;
- разработка инвестиционной стратегии предприятия;
- формирование эффективного инвестиционного портфеля предприятия, включая как реальные капитальные вложения, так и финансовые и инновационные инвестиции;
- управление инвестиционным портфелем предприятия (в том числе диверсификация инвестиций, реинвестирование капитала и пр.).

Любой крупный инвестор, в особенности иностранный, начинает изучение инвестиционного рынка с исследования макроэкономических показателей, характеризующих инвестиционный климат страны, и включает оценку следующих прогнозов:

- динамики валового национального продукта, национального дохода и объемов производства промышленной продукции;
- динамики распределения национального дохода;
- развития приватизационных процессов;
- законодательного регулирования инвестиционной деятельности;
- функционирования налоговой и банковской систем;
- развития отдельных инвестиционных рынков, прежде всего фондового и денежного.

Если у инвестора нет желания или возможности самому оценивать инвестиционный климат страны, он может воспользоваться оценками различных рейтинговых агентств и изданий. Широко известны национальные рейтинги инвестиционного климата и рисков, периодически публикуемые экономическими журналами мира (Euro-money, Fortune, The Economist), а также наиболее именитыми рейтинговыми агентствами (Moody's, Standard & Poor's, IBCA). Инвестиционными считаются рейтинги, начинающиеся с уровня Baa3 у Moody's, BBB у S&P и Fitch.

Инвестиционный процесс выступает как совокупное движение инвестиций различных форм и уровней. Осуществление инвестиционного процесса в экономике любого типа предполагает наличие ряда условий, основными из которых являются: достаточный для функционирования инвестиционной сферы ресурсный потенциал;

наличие экономических субъектов, способных обеспечить инвестиционный процесс в необходимых масштабах; механизм трансформации инвестиционных ресурсов в объекты инвестиционной деятельности.

В рыночном хозяйстве инвестиционный процесс реализуется посредством *механизма инвестиционного рынка*.

Финансовый рынок, являющийся частью инвестиционного, представляет собой систему торговли различными финансовыми инструментами (обязательствами). Товаром здесь выступают собственно наличные деньги (включая валюту), банковские кредиты и ценные бумаги.

Финансовый рынок — это совокупность первичного рынка, на котором мобилизуются финансовые ресурсы, и вторичного, где финансовые ресурсы перераспределяются.

1.2. ВАЖНЕЙШИЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ ЭЛЕМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ИНВЕСТИЦИЙ

Денежный рынок — рынок краткосрочных, длительностью до одного года, кредитных операций. Он состоит из учетного, межбанковского и валютного рынков.

Учетный рынок — это рынок, основными инструментами которого выступают краткосрочные обязательства, казначейские и коммерческие векселя.

Межбанковский рынок — рынок, на котором временно свободные денежные ресурсы кредитных учреждений привлекаются и размещаются банками между собой, преимущественно в форме межбанковских кредитов на короткие сроки (сроками от одного дня до пяти лет).

Валютный рынок — рынок, где осуществляется купля-продажа иностранной валюты.

Рынок капиталов — это рынок кредитов, акций, облигаций и прочих финансовых обязательств.

Фондовый рынок — это рынок ценных бумаг, в основе которого лежат деньги как капитал. Фондовый рынок является частью рынка капиталов. Рынок ценных бумаг — понятие более широкое, чем фондовый рынок.

Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, состоящая из двух взаимосвязанных сфер: эмиссии и первичного размещения ценных бумаг (первичный рынок) и их обращения (вторичный рынок). Это совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу выпуска и образования ценных бумаг. Рынок ценных

бумаг помимо фондового рынка включает в себя рынок денежных и товарных ценных бумаг (чеков, товарных варрантов и т.д.) и рынок товарных фьючерсов и опционов.

Сущность рынка ценных бумаг определяется его функциями. К ним относятся:

- функция образования рыночной цены;
- информационная;
- перераспределительная;
- функция страхования финансовых рисков;
- стимулирующая;
- контрольная.

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, профессиональные участники, государственные органы управления и контроля.

Эмитенты подразделяются на следующие группы:

- государственные органы (государственные ценные бумаги);
- акционерные промышленные и торговые компании (акции, облигации, векселя);
- инвестиционные компании и инвестиционные фонды, пенсионные фонды;
- акционерные коммерческие банки (акции, облигации, векселя, банковские сертификаты);
- частные предприятия (векселя), нерезиденты;
- прочие эмитенты.

Инвестор (англ. *investor* — вкладчик) — физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги (вкладывающий средства в какой-либо проект) от своего имени и за свой счет. В качестве инвестора могут выступать: органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами, российские граждане и юридические лица; иностранные физические и юридические лица, государства и международные организации. Допускается объединение средств инвесторов для совместного инвестирования. Инвесторы могут выступать в роли вкладчиков, заказчиков, кредиторов, покупателей, выполнять функции любого другого участника инвестиционной деятельности. Инвестиционный капитал, вкладываемый инвестором, может быть представлен в виде финансовых ресурсов, имущества, интеллектуального продукта. Инвестор не просто вкладывает капитал в дело, подобно бизнесменам, но осуществляет долговременные вложения в достаточно крупные проекты, связанные со значительными производственными, техническими, технологическими преобразованиями, новшествами.

На практике выделяют понятие номинального инвестора. **Номинальный инвестор** — это инвестор, зарегистрированный как владелец ценных бумаг, хотя они фактически ему не принадлежат. Ими обычно являются банк, трастовая компания или иное учреждение, которые по просьбе клиентов-бенефициаров выступают держателями ценных бумаг.

Существует два основных типа инвесторов — *институциональные* и *частные* (индивидуальные).

Институциональный инвестор — это кредитно-финансовый институт, владеющий акциями и облигациями. В качестве институционального инвестора обычно рассматриваются инвестиционные фонды, трастовые компании, страховые организации, пенсионные и благотворительные фонды, планы внутри нефинансовых компаний (пенсионные планы, планы участия работников в собственности и другие целевые финансовые программы). Институциональный инвестор призван аккумулировать мелкие сбережения и целевые финансовые ресурсы и укрупнять их на основе вложения средств в объемные портфели ценных бумаг и других активов. Источником финансовых средств институционального инвестора (в том числе прибыли, если он действует на коммерческом расчете) является маржа между доходами от инвестиций и выплатами клиентам.

Кроме того, инвесторы подразделяются на агрессивных, аккредитованных, иностранных.

Агрессивный инвестор — это покупатель ценных бумаг, готовый идти на риск ради получения высоких дивидендов.

Аккредитованный инвестор — это инвестор, отвечающий квалификационным требованиям к компетентности в финансовых вопросах; допускается к участию в размещении ценных бумаг.

Иностранный инвестор — это иностранные юридические лица, включая, в частности, любые компании, фирмы, предприятия, организации и ассоциации, созданные в соответствии с законодательством страны своего местонахождения и правомочные осуществлять инвестиции в соответствии с тем же законодательством; иностранные граждане, лица без гражданства, российские граждане, имеющие постоянное место жительства за границей, при условии, что они зарегистрированы для ведения хозяйственной деятельности в стране их гражданства или постоянного места жительства; иностранные государства; международные организации.

В Российской Федерации иностранный инвестор имеет право осуществлять на ее территории инвестирование путем долевого участия в предприятиях, организуемых совместно с юридическими лица-

ми и гражданами Российской Федерации; создания предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, а также филиалов иностранных юридических лиц; приобретения предприятий, имущественных комплексов, зданий, сооружений, долей участия в предприятиях, паев, акций, облигаций и других ценных бумаг, а также иного имущества, которое по действующему на российской территории законодательству может принадлежать иностранным инвесторам; приобретения прав пользования землей и иными природными ресурсами; приобретения иных имущественных прав; иной деятельности по осуществлению инвестиций, не запрещенной действующим на территории России законодательством, включая предоставление займов, кредитов, имущества и имущественных прав.

Экономике развитых стран присуща сложная и многообразная структура институтов, мобилизирующих инвестиционные ресурсы с последующим их вложением в предпринимательскую деятельность. Выступая финансовыми посредниками, эти институты аккумулируют отдельные сбережения домашних хозяйств и фирм в значительные массы инвестиционного капитала, который затем размещается среди потребителей инвестиций.

В наиболее общем виде *финансовые институты* включают следующие типы:

1) коммерческие банки (универсальные и специализированные):

— коммерческие банки представляют собой универсальные, многофункциональные учреждения, оперирующие в различных секторах финансового рынка,

— инвестиционные банки — это банки, которые ориентируются на мобилизацию долгосрочного капитала и предоставление его посредством выпуска и размещения акций, облигаций, других ценных бумаг, долгосрочного кредитования, а также на обслуживание и участие в эмиссионно-учредительской деятельности нефинансовых компаний,

— ипотечные банки — осуществляют кредитные операции по привлечению и размещению;

2) небанковские кредитно-финансовые институты (финансовые и страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, кредитные союзы и товарищества):

— ломбарды — кредитные учреждения, выдающие ссуды под залог движимого имущества,

— кредитные товарищества создаются в целях кредитно-расчетного обслуживания своих членов, которыми являются кооперати-

вы, арендные предприятия, предприятия малого и среднего бизнеса, физические лица. Капитал кредитных товариществ формируется путем покупки паев и оплаты обязательного вступительного взноса, который при выбытии не возвращается. Основные операции кредитных товариществ включают предоставление ссуд, комиссионные и посреднические операции,

- кредитные союзы представляют собой кредитные кооперативы, организуемые группами частных лиц или мелких кредитных организаций,

- общества взаимного кредита — это вид кредитных организаций, по характеру деятельности близких к коммерческим банкам, обслуживающим мелкий и средний бизнес. Участниками обществ взаимного кредита могут быть физические и юридические лица, формирующие за счет вступительных взносов капитал общества,

- страховые общества — реализуют страховые полисы, принимая от населения сбережения в виде регулярных взносов, которые затем помещаются в государственные и корпоративные ценные бумаги, закладные под жилые строения. Регулярный приток взносов, процентных доходов по облигациям и дивидендов по акциям, принадлежащим страховым компаниям, обеспечивает накопление устойчивых и крупных финансовых резервов,

- частные пенсионные фонды представляют собой юридически самостоятельные фирмы, управляемые страховыми компаниями или трастовыми отделами коммерческих банков. Их ресурсы формируются из регулярных взносов работающих и отчислений фирм, образовавших пенсионный фонд, а также из доходов по принадлежащим фонду ценным бумагам,

- финансовые компании — это компании, специализирующиеся на кредитовании продаж потребительских товаров в рассрочку и выдаче потребительских ссуд. Источником ресурсов финансовых компаний являются собственные краткосрочные обязательства, размещаемые на рынке, и кредиты банков;

3) инвестиционные институты (инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и пр.):

- инвестиционные компании и фонды — разновидность финансово-кредитных институтов, аккумулируют средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и размещают их в ценные бумаги других эмитентов; фондовая биржа — особый институционально организованный рынок ценных бумаг, функционирующий на основе централизованных предложений о купле-продаже ценных

бумаг, выставляемых биржевыми брокерами по поручениям институциональных и индивидуальных инвесторов,

— инвестиционные дилеры и брокеры — это профессиональные организации, занимающиеся посреднической деятельностью на фондовом рынке, или отдельные физические лица. Инвестиционный дилер осуществляет покупку ценных бумаг от своего имени и за свой счет для последующего их размещения среди инвесторов.

Общей характеристикой для всех групп *институциональных инвесторов* является аккумулярование ими временно свободных денежных средств (государства, фирм, населения) с последующим вложением их в экономику.

Вместе с тем каждая из указанных групп обладает собственной спецификой как в осуществлении присущих ей функций, так и в механизме аккумуляции инвестиционных ресурсов и их дальнейшем размещении.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — это юридические и физические лица или граждане, зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. К ним относятся: брокеры, дилеры, управляющие, клиринговые организации, депозитари, регистраторы, организаторы торговли, коммерческие банки.

Государственные органы, осуществляющие регулирование рынка ценных бумаг в России, — это Федеральное Собрание, Президент, Правительство, Министерство финансов, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, Банк России.

Рынки ценных бумаг классифицируются по разным критериям:

— по стадиям процесса реализации ценных бумаг различают первичный и вторичный рынки;

— по организации торговли ценными бумагами — биржевой и внебиржевой;

— по правилам торговли ценными бумагами — организованный и неорганизованный;

— по эмитентам — рынок государственных и муниципальных, корпоративных, банковских ценных бумаг;

— по времени исполнения сделок с ценными бумагами — кассовый (в течение 1—2 рабочих дней) и срочный (более двух рабочих дней).

С точки зрения финансовых инвестиций между первичным и вторичным рынками ценных бумаг имеются определенные различия.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестицион-

ных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Таким образом, **первичный рынок** — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке заключается в подготовке проспекта эмиссии, его регистрации и в контроле государственных органов с позиций полноты представленных данных, публикации проспекта и итогов подписки и т.д.

Эмиссия ценных бумаг — это установленная законом последовательность действий эмитентов по размещению ценных бумаг. А размещение ценных бумаг — отчуждение ценных бумаг их первым владельцем, или *андеррайтером*.

Под **вторичным рынком ценных бумаг** понимаются отношения, складывающиеся при обращении ранее эмитированных на первичном рынке ценных бумаг.

Во всем мире важнейшей чертой вторичного рынка ценных бумаг является его *ликвидность*, т.е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Что представляют собой финансовые инвестиции?
2. Какова взаимосвязь между финансовыми инвестициями и ценными бумагами?
3. Какие вы знаете виды инвестиций?
4. Что такое внешние финансовые рынки?
5. Раскройте экономическую сущность инвестиций.
6. Что понимается под иностранными инвестициями?
7. Назовите типы инвесторов.
8. Дайте определение финансовых институтов.
9. Перечислите участников инвестиционного процесса.

ТЕМА 2

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И РЕАЛИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Инвестиционная деятельность — это вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций. Инвестирование в создание и воспроизводство основных фондов осуществляется в форме капитальных вложений.

Капитальные вложения — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты.

Субъектами инвестиционной деятельности выступают инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, юридические лица (банковские, страховые и посреднические организации, инвестиционные биржи) и другие участники инвестиционного процесса.

Субъектами инвестиционной деятельности могут быть физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государства и международные организации.

Субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложение собственных, заемных или привлеченных средств, могут выступать в роли вкладчиков, заказчиков, кредиторов, покупателей, а также выполнять функции любого другого участника инвестиционной деятельности. Субъекты инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух или нескольких участников.

Заказчики — это уполномоченные на то инвесторами физические и юридические лица, которые реализуют инвестиционные проекты. Они не вмешиваются в предпринимательскую и (или) иную деятельность других субъектов инвестиционной деятельности, если иное не предусмотрено договором между ними. Заказчиками могут быть инвесторы.

В случае если заказчик не является инвестором, он наделяется правами владения, пользования и распоряжения инвестициями на период и в пределах полномочий, установленных договором в соответствии с действующим законодательством.

Подрядчики — это физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда и (или) государственному

контракту, заключаемым с заказчиками. Подрядчики обязаны иметь лицензию на те виды деятельности, которые подлежат лицензированию.

Инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по реализации инвестиций (бизнес-план).

Сроком окупаемости инвестиционного проекта называется срок со дня начала финансирования инвестиционного проекта до дня, когда разность между накопленной суммой чистой прибыли с амортизационными отчислениями и объемом инвестиционных затрат приобретает положительное значение.

Пользователи объектов инвестиционной деятельности — инвесторы, иные физические и юридические лица, государственные и муниципальные органы, иностранные государства и международные организации, для которых создается объект инвестиционной деятельности.

В случае если пользователь объекта инвестиционной деятельности не является инвестором, взаимоотношения между ним и инвестором определяются договором (решением) об инвестировании в порядке, установленном законодательством.

Объекты инвестиционной деятельности — это вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства во всех отраслях и сферах народного хозяйства, ценные бумаги, целевые денежные вклады, научно-техническая продукция, другие объекты собственности, а также имущественные права и права на интеллектуальную собственность.

Запрещается инвестирование в объекты, если их создание и использование не отвечает требованиям экологических, санитарно-гигиенических и других норм, установленных законодательством, или наносит ущерб охраняемым законом правам и интересам граждан, юридических лиц и государства.

Граждане и юридические лица Российской Федерации вправе заниматься инвестиционной деятельностью за рубежом в соответствии с действующим законодательством и международными соглашениями.

Инвестирование, осуществляемое иностранными физическими и юридическими лицами, государствами и международными организациями, регулируется Федеральным законом «Об иностранных

инвестициях Российской Федерации», а также иными законодательными актами, действующими на территории Российской Федерации.

2.1. ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Все инвесторы имеют равные права на инвестиционную деятельность. Не запрещенное законодательством инвестирование имущества и имущественных прав в объекты инвестиционной деятельности признается неотъемлемым правом инвестора и охраняется законом.

Инвестор самостоятельно определяет объемы, направления, размеры и эффективность инвестиций и по своему усмотрению привлекает на договорной, преимущественно конкурсной, основе (в том числе через торги подряда) физических и юридических лиц, необходимых ему для реализации инвестиций.

Инвестор, не являющийся пользователем объектов инвестиционной деятельности, имеет право контролировать их целевое использование и осуществлять в отношении с пользователями таких объектов другие права, предусмотренные договором (контрактом) и законодательством.

Инвестор вправе передать по договору (контракту) свои полномочия по инвестициям и их результатам гражданам, юридическим лицам, государственным и муниципальным органам. Инвестор имеет право владеть, пользоваться и распоряжаться объектами и результатами инвестиций, в том числе проводить торговые операции и реинвестирование. Инвестор вправе приобретать необходимое ему имущество у граждан и юридических лиц непосредственно или через посредников по ценам и на условиях, определяемых по договоренности сторон, без ограничений по объему и номенклатуре, если это не противоречит законодательству.

Субъекты инвестиционной деятельности обязаны соблюдать нормы и стандарты, порядок установления которых определяется законодательством. Участники инвестиционной деятельности, выполняющие соответствующие виды работ, должны иметь лицензии или сертификаты на осуществление своей деятельности.

Основным правовым документом, регулирующим производственно-хозяйственные и другие взаимоотношения субъектов инвестиционной деятельности, является договор (контракт) между ними.

Заключение договоров (контрактов), выбор партнеров, определение обязательств, любых других условий хозяйственных взаимоотношений являются исключительной компетенцией субъектов инвес-

тиционной деятельности. В осуществление договорных отношений между ними не допускается вмешательство государственных органов и должностных лиц, выходящее за пределы их компетенции.

Условия договоров (контрактов), заключенных между субъектами инвестиционной деятельности, сохраняют свою силу на весь срок их действия. Если же после их заключения законодательством установлены условия, ухудшающие положение партнеров, договоры (контракты) могут быть изменены.

Незавершенные объекты инвестиционной деятельности являются долевой собственностью субъектов инвестиционного процесса до момента приемки и оплаты инвестором (заказчиком) выполненных работ и услуг. В случае отказа инвестора (заказчика) от дальнейшего инвестирования проекта он обязан компенсировать затраты другим его участникам, если иное не предусмотрено договором (контрактом).

2.2. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Источниками инвестиционной деятельности могут служить:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий, и др.);

- заемные финансовые средства инвесторов (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и другие средства);

- привлеченные финансовые средства инвестора (средства, получаемые от продажи акций, паевые и иные взносы членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);

- денежные средства, централизуемые объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;

- инвестиционные ассигнования из государственных и местных бюджетов, а также из соответствующих внебюджетных фондов;

- иностранные инвестиции.

2.3. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Государственное регулирование инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений проводится органами государствен-

ной власти Российской Федерации и субъектов Федерации. Оно предусматривает:

1) создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, путем:

- совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений,
- установления субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера,
- защиты интересов инвесторов,
- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству Российской Федерации,
- расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения,
- создания и развития сети информационно-аналитических центров, регулярно проводящих рейтинги и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности,
- принятия антимонопольных мер,
- расширения возможностей использования залогов при кредитовании,
- развития финансового лизинга,
- проведения переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции,

— создания возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов;

2) прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

— разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, реализуемых совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации,

— формирования перечня строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирования их за счет средств федерального бюджета. Порядок формирования указанного перечня определяется Правительством Российской Федерации,

— предоставления на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации,

— размещения на конкурсной основе средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации для финансирования инвестиционных проектов. Указанные средства размещаются на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий год и (или) законом о бюджете субъекта Российской Федерации, либо на условиях закрепления в государственной собственности соответствующей части акций создаваемого акционерного общества, которые реализуются через определенный срок на рынке ценных бумаг с направлением выручки от реализации в доходы соответствующих бюджетов,

— проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Российской Федерации,

— защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаукоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов,

— разработки и утверждения стандартов (норм и правил) и осуществления контроля за их соблюдением,

— выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов,

— вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности,

— предоставления концессий российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством Российской Федерации.

При государственном регулировании инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, могут использоваться иные формы и методы в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Расходы на финансирование государственных капитальных вложений предусматриваются:

■ в федеральном бюджете — при условии, что эти расходы являются частью расходов на реализацию соответствующих федеральных целевых программ, а также на основании предложений Президента Российской Федерации либо Правительства Российской Федерации;

■ бюджетах субъектов Российской Федерации — при условии, что эти расходы составляют часть расходов на реализацию соответствующих региональных целевых программ, а также на основании предложений органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации.

Разработка, рассмотрение и утверждение инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, производятся в порядке, предусмотренном для федеральных целевых программ. Перечни таких инвестиционных проектов образуют федеральные инвестиционные программы.

Порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета определяется Правительством Российской Федерации, а порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации — органами исполнительной власти соответствующих субъектов Российской Федерации. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации, образуют региональные инвестиционные программы.

Решения об использовании средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов и (или) инвестиционных программ, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, принимаются после заключения соответствующих межгосударственных соглашений.

Размещение заказов на подрядные строительные работы для государственных нужд за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации при реализации соответствующих инвестиционных проектов производится государственными заказчиками на конкурсной основе.

Контролем за целевым и эффективным использованием средств федерального бюджета, направляемых на капитальные вложения, занимаются Счетная палата Российской Федерации и уполномоченные на то федеральные органы исполнительной власти. Контроль за целевым и эффективным использованием средств бюджетов субъектов Российской Федерации осуществляют уполномоченные на то соответствующими субъектами Российской Федерации органы.

Все инвестиционные проекты независимо от источников финансирования и форм собственности объектов капитальных вложений до их утверждения подлежат экспертизе.

Экспертиза инвестиционных проектов проводится в целях предотвращения создания объектов, использование которых нарушает права физических и юридических лиц и интересы государства или не отвечает требованиям утвержденных в установленном порядке стандартов (норм и правил), а также для оценки эффективности осуществляемых капитальных вложений.

Порядок проведения государственной экспертизы инвестиционных проектов определяется Правительством Российской Федерации.

Все инвестиционные проекты подлежат экологической экспертизе в соответствии с законодательством Российской Федерации.

2.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ГАРАНТИИ ПРАВ СУБЪЕКТОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И ЗАЩИТА КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности государство гарантирует:

- обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;
- гласность в обсуждении инвестиционных проектов;
- право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц;
- защиту капитальных вложений.

Стабильность для инвестора, реализующего инвестиционный проект, гарантируется в течение срока окупаемости последнего, но не более семи лет со дня начала его финансирования. Дифференциация сроков окупаемости инвестиционных проектов в зависимости от их видов определяется в порядке, установленном Правительством Российской Федерации.

В исключительных случаях при реализации инвестором приоритетного инвестиционного проекта в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры, срок окупаемости которого превышает семь лет, Правительство Российской Федерации принимает решение о продлении для указанного инвестора срока действия условий и режима.

Правительство Российской Федерации:

- устанавливает критерии оценки изменения в неблагоприятных для инвестора, реализующего приоритетный инвестиционный проект на территории Российской Федерации, условиях взимания ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды, режима запретов и ограничений относительно осуществления капитальных вложений на территории Российской Федерации;
- утверждает порядок, определяющий день начала финансирования инвестиционного проекта, в том числе с участием иностранных инвесторов;
- утверждает порядок регистрации приоритетных инвестиционных проектов;

— осуществляет контроль за исполнением инвестором взятых им обязательств по реализации приоритетного инвестиционного проекта.

Капитальные вложения могут быть:

■ национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, причиненных субъектам инвестиционной деятельности;

■ реквизированы по решению государственных органов в случаях, порядке и на условиях, которые определены Гражданским кодексом Российской Федерации.

Страхование капитальных вложений осуществляется в соответствии с законодательством.

В случае нарушения требований законодательства, условий договора и (или) государственного контракта субъекты инвестиционной деятельности несут соответствующую ответственность.

Споры, связанные с инвестиционной деятельностью, осуществляемой в форме капитальных вложений, разрешаются в порядке, установленном законодательством и международными договорами.

Прекращение или приостановление инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, а также порядок возмещения убытков субъектам инвестиционной деятельности определяются законодательством Российской Федерации и заключенными договорами и (или) государственными контрактами.

Регулирование *органами местного самоуправления* инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, предусматривает:

1) создание в муниципальных образованиях благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений, путем:

— установления субъектам инвестиционной деятельности льгот по уплате местных налогов,

— защиты интересов инвесторов,

— предоставления субъектам инвестиционной деятельности не противоречащих законодательству Российской Федерации льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, находящимися в муниципальной собственности,

— расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;

2) прямое участие органов местного самоуправления в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

— разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, выполняемых муниципальными образованиями,

— размещения на конкурсной основе средств местных бюджетов для финансирования инвестиционных проектов. Указанные средства размещаются на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых нормативными правовыми актами о местных бюджетах, либо на условиях закрепления в муниципальной собственности соответствующей части акций создаваемого акционерного общества, которые реализуются через определенный срок на рынке ценных бумаг, а выручка от реализации направляется в доходы местных бюджетов. Порядок размещения на конкурсной основе средств местных бюджетов для финансирования инвестиционных проектов утверждается представительным органом местного самоуправления,

— проведения экспертизы инвестиционных проектов,

— выпуска муниципальных займов,

— вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в муниципальной собственности.

Органы местного самоуправления предоставляют на конкурсной основе муниципальные гарантии по инвестиционным проектам за счет средств местных бюджетов. Порядок предоставления муниципальных гарантий за счет средств местных бюджетов утверждается представительным органом местного самоуправления.

Расходы на финансирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений органами местного самоуправления, предусматриваются местными бюджетами. Контроль за целевым и эффективным использованием средств местных бюджетов, направляемых на капитальные вложения, ведут органы, уполномоченные представительными органами местного самоуправления.

В случае участия органов местного самоуправления в финансировании инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией и ее субъектами, разработка и утверждение этих инвестиционных проектов согласовываются с органами местного самоуправления.

При осуществлении инвестиционной деятельности органы местного самоуправления вправе взаимодействовать с органами местного самоуправления других муниципальных образований, в том числе путем объединения собственных и привлеченных средств на основании договора между ними.

Органы местного самоуправления в пределах своих полномочий гарантируют всем субъектам инвестиционной деятельности:

- обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;
- гласность в обсуждении инвестиционных проектов;
- стабильность прав субъектов инвестиционной деятельности.

2.5. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Для того чтобы принять решение об инвестировании средств в тот или иной регион, необходимо провести подробный *анализ инвестиционной привлекательности* региона. Большинство ведущих зарубежных и отечественных экономических изданий и крупных консалтинговых компаний регулярно отслеживают информацию о состоянии национальных и региональных инвестиционных комплексов и на ее основе публикуют *рейтинги инвестиционной привлекательности* национальных экономик и регионов.

В качестве исходной информации для составления рейтингов инвестиционной привлекательности используются статистические данные по развитию регионов, законодательные акты, относящиеся к регулированию инвестиционной деятельности, результаты региональных исследований и опросов, публикации в печати.

При составлении практически всех рейтингов в той или иной степени используются экспертные оценки. В общем виде составление рейтинга включает следующие этапы:

- 1) выбирается и обосновывается набор показателей, наиболее точно, по мнению экспертов, отражающий состояние инвестиционного комплекса региона;
- 2) каждому показателю или группе однородных показателей присваиваются весовые коэффициенты, соответствующие их вкладу в инвестиционную привлекательность региона;
- 3) рассчитывается интегральная оценка инвестиционной привлекательности для каждого региона.

Инвестиционная привлекательность региона представляет собой объективные предпосылки для инвестирования и количественно выражается в объеме капитальных вложений, которые могут быть привлечены в регион исходя из присущих ему инвестиционного потенциала и уровня некоммерческих инвестиционных рисков. Уровень инвестиционной привлекательности выступает при этом как интегральный показатель, суммирующий разнонаправленное влияние показателей инвестиционного потенциала и инвестиционного риска.

Инвестиционный потенциал складывается в виде суммы объективных предпосылок для инвестиций, зависящей как от разнообразия

сфер и объектов инвестирования, так и от их экономического «здоровья». Инвестиционный потенциал включает в себя восемь частных потенциалов:

- 1) ресурсно-сырьевой (средневзвешенная обеспеченность балансовыми запасами основных видов природных ресурсов);
- 2) производственный (совокупный результат хозяйственной деятельности населения в регионе);
- 3) потребительский (совокупная покупательная способность населения);
- 4) инфраструктурный (экономико-географическое положение региона и его инфраструктурная обеспеченность);
- 5) трудовой (трудовые ресурсы и их образовательный уровень);
- 6) институциональный (степень развития ведущих институтов рыночной экономики);
- 7) финансовый (объем налоговой базы и прибыльность предприятий региона);
- 8) инновационный (уровень внедрения достижений научно-технического прогресса).

Все эти виды потенциала носят обобщенный характер. Каждый из них рассчитывается как средневзвешенная сумма ряда статистических показателей, а общий инвестиционный потенциал региона определяется как взвешенная сумма частных потенциалов.

Уровень *некоммерческого инвестиционного риска* показывает вероятность потери инвестиций и дохода от них и рассчитывается как средневзвешенная сумма следующих видов риска:

- экономического (тенденции в экономическом развитии региона);
- финансового (степень сбалансированности регионального бюджета и финансов предприятий);
- политического (распределение политических симпатий населения по результатам последних парламентских выборов, авторитетность местной власти);
- социального (уровень социальной напряженности);
- экологического (уровень загрязнения окружающей среды, включая и радиационное);
- криминального (уровень преступности в регионе с учетом тяжести преступлений);
- законодательного (юридические условия инвестирования в те или иные сферы и отрасли, порядок использования отдельных факторов производства). При расчете этого риска учитываются как федеральные, так и региональные законы и нормативные акты, а также документы, непосредственно регулирующие инвестиционную деятельность или затрагивающие ее косвенно.

Чем ниже место, занимаемое регионом в рейтинге, тем больше проблем ему придется решать. Регионы же, находящиеся в середине шкалы рейтингов, имеют соответственно больше шансов на продвижение вверх.

Изучение инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики направлено на исследование их конъюнктуры, динамики и перспектив развития потребностей общества в продукции этих отраслей. Именно потребности общества определяют приоритеты в развитии отдельных отраслей. Так, традиционно приоритетными в Российской Федерации являются топливно-энергетический комплекс (ТЭК), машиностроение, транспорт и строительство.

Для краткосрочной, недолговременной оценки инвестиционной привлекательности отраслей в качестве основного показателя принимается уровень прибыльности используемых активов, рассчитанный как прибыль от реализации продукции, отнесенная к общей сумме активов, либо как балансовая прибыль, отнесенная к общей сумме используемых активов.

Общая оценка инвестиционной привлекательности отраслей рассчитывается с учетом инфляционных процессов, банковских ставок, уровней инвестиционных рисков. Таким образом, **инвестиционная привлекательность отрасли** представляет собой совокупность различных объективных признаков, свойств, средств и возможностей отрасли, обуславливающих платежеспособный спрос на капиталобразующие инвестиции конкретной отрасли.

В настоящее время не существует единой методики определения инвестиционной привлекательности отрасли. Для этих целей может использоваться ряд альтернативных методов.

2.6. ИНВЕСТИЦИИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМЫЕ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Капитальные вложения — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты.

В состав капитальных вложений входят затраты:

- на строительно-монтажные работы при возведении зданий и сооружений;
- приобретение, монтаж и наладку машин и оборудования;
- проектно-изыскательские работы;
- содержание дирекции строящегося предприятия;

— подготовку и переподготовку кадров; отвод земельных участков и переселение в связи со строительством и др.

Инвестиции в форме капитальных вложений подразделяются:

— на оборонительные, направленные на снижение риска по приобретению сырья, комплектующих изделий, на удержание уровня цен, на защиту от конкурентов и т.д.;

— наступательные, обусловленные поиском новых технологий и разработок в целях поддержания высокого научно-технического уровня производимой продукции;

— социальные, направленные на улучшение условий труда персонала;

— обязательные, необходимость в которых связана с удовлетворением государственных требований в части экологических стандартов, безопасности продукции, иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента;

— представительские, направленные на поддержание престижа предприятия.

В зависимости от направленности действий выделяют следующие инвестиции:

— начальные (нетто-инвестиции), осуществляемые при приобретении или основании предприятия;

— экстенсивные, направленные на расширение производственного потенциала;

— реинвестиции, под которыми понимают вложение высвободившихся инвестиционных средств в покупку или изготовление новых средств производства;

— брутто-инвестиции, включающие нетто-инвестиции и реинвестиции.

В экономическом анализе применяется и иная группировка инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений:

— инвестиции, направляемые на замену оборудования, изношенного физически и (или) морально;

— инвестиции на модернизацию оборудования. Их целью является, прежде всего, сокращение издержек производства или улучшение качества выпускаемой продукции;

— инвестиции в расширение производства. Задачей такого инвестирования является увеличение возможностей выпуска товаров для ранее сформировавшихся рынков в рамках уже существующих производств при расширении спроса на продукцию или переход на выпуск новых видов продукции;

— инвестиции на диверсификацию, связанные с изменением номенклатуры продукции, производством новых видов продукции, организацией новых рынков сбыта;

— стратегические инвестиции, направленные на внедрение достижений научно-технического прогресса, повышение конкурентоспособности продукции, снижение хозяйственных рисков. Посредством таких инвестиций реализуются структурные изменения в экономике, развиваются ключевые импортозамещающие производства или конкурентоспособные экспортно ориентированные отрасли.

Различают следующие виды структур капитальных вложений:

- технологическая;
- воспроизводственная;
- отраслевая;
- территориальная.

Под **технологической структурой капитальных вложений** понимается состав затрат на сооружение какого-либо объекта по видам затрат и их доля в общей сметной стоимости, т.е. показывается, какая доля капитальных вложений в их общей величине направляется на строительно-монтажные работы, приобретение машин, оборудования и их монтаж, на проектно-изыскательские и другие затраты.

Технологическая структура капитальных вложений формирует соотношение между активной и пассивной частями основных производственных фондов будущего предприятия.

Под **воспроизводственной структурой капитальных вложений** понимается их распределение и соотношение в общей сметной стоимости по формам воспроизводства основных производственных фондов. Можно определить, какая доля капитальных вложений в их общей величине направляется на новое строительство, реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства, расширение действующего производства, модернизацию.

Под **отраслевой структурой капитальных вложений** понимается их распределение и соотношение по отраслям промышленности и экономики в целом.

Соответственно под территориальной структурой капитальных вложений понимается их распределение и соотношение по территории отдельного региона и страны (мира) в целом.

2.7. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЙ

Инвестиционная политика предприятий (коммерческих организаций) — это комплекс мероприятий, обеспечивающих выгодное вложение собственных, заемных и других средств в инвестиции в целях

обеспечения стабильной финансовой устойчивости работы предприятий в ближайшей и дальней перспективе.

Инвестиционная политика на предприятиях должна вытекать из стратегических целей их бизнес-планов, т.е. из перспективы, а в конечном итоге должна быть направлена на обеспечение финансовой устойчивости предприятий не только на сегодня, но и на будущее. Если этого плана нет, то ни о какой инвестиционной политике не может быть и речи.

При разработке инвестиционной политики на предприятиях необходимо придерживаться таких принципов, как:

- нацеленность инвестиционной политики на достижение стратегических планов предприятий и их финансовую устойчивость;
- учет инфляции и фактора риска;
- экономическое обоснование инвестиций;
- формирование оптимальной структуры портфельных и реальных инвестиций;
- ранжирование проектов и инвестиций по их важности и последовательности реализации исходя из имеющихся ресурсов и с учетом привлечения внешних источников;
- выбор надежных и более дешевых источников и методов финансирования инвестиций.

Учет этих и других принципов позволит избежать многих ошибок и просчетов при разработке инвестиционной политики на предприятиях.

Инвестиционная политика предприятия определяет наиболее приоритетные направления вложения инвестиций, от которых зависит как повышение эффективности самого предприятия, так и экономики страны в целом.

Инвестиционная деятельность, осуществляемая на уровне как страны в целом, так и отдельного предприятия, зависит от реализуемой *инвестиционной стратегии*.

Выбор инвестиционной стратегии предприятия на макроуровне в большой степени связан с тем, к какой группе отраслей промышленности предприятие относится. На сегодня в нашей стране можно выделить три укрупненных группы отраслей:

1) экспортоспособные отрасли топливно-сырьевого комплекса. При обеспечении этим отраслям нормальных макроэкономических и налоговых условий вполне можно рассчитывать на их самостоятельное развитие на основе самофинансирования с использованием иностранных инвестиций;

2) отрасли обрабатывающей промышленности с большим научно-техническим потенциалом. В этих отраслях особенно важны

инвестиционные кредиты и государственные гарантии, приоритетное размещение госзаказов, политическая и экономическая поддержка продвижения на внешние рынки;

3) невнешнеторговые отрасли, способные обеспечить значительную часть внутреннего спроса. Здесь необходимо поощрять все меры поддержки внутреннего спроса: развитие лизинга, кредитование населения для покупки отечественных товаров, защитительные импортные тарифы и т.д.

При выборе инвестиционной стратегии на уровне конкретного предприятия необходимо прежде всего сформулировать цели, которые оно преследует в своем развитии:

- создавать новые производства и проводить политику диверсификации;

- расширять существующее производство, проводя экстенсивную политику;

- повышать эффективность производства, придерживаясь политики интенсификации;

- ориентироваться на государственную поддержку и государственный заказ, удовлетворяя требования государственных органов.

Формирование инвестиционной стратегии предприятия зависит также от того, на какую маркетинговую политику нацелено предприятие:

- лидерство в области затрат;

- стратегия дифференцирования;

- концентрация на сегменте.

Исходным пунктом обоснования инвестиционной стратегии предприятия является анализ рынка продукции либо уже производимой предприятием, либо намечаемой к выпуску.

При выборе инвестиционной стратегии предприятия целесообразно определить общий объем его инвестиций, включая возможные сочетания различных источников финансирования и привлечения заемных средств.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Как определяется срок окупаемости инвестиционного проекта?
2. Что понимается под государственным регулированием инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений?
3. Когда и для чего проводится экспертиза инвестиционных проектов?

4. Дайте определение инвестиционной привлекательности.
5. Назовите цели использования рейтингов инвестиционной привлекательности.
6. Как определяется инвестиционный потенциал?
7. Что такое технологическая структура капитальных вложений?
8. Что понимается под воспроизводственной структурой капитальных вложений?
9. Перечислите субъекты инвестиционной деятельности.
10. Что понимается под инвестиционной политикой предприятий (коммерческих организаций)?

ТЕМА 3

СОСТАВ, СОДЕРЖАНИЕ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

3.1. ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Большая часть реальных инвестиций осуществляется в форме инвестиционных проектов.

Инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание действий по реализации инвестиций.

Возможна следующая классификация инвестиционных проектов:

- по масштабу инвестиций: мелкие, традиционные, крупные, мегапроекты;
- поставленным целям: снижение издержек, уменьшение риска, получение дохода от расширения, выход на новые рынки сбыта, диверсификация деятельности, социальный эффект, экологический эффект;
- степени взаимосвязи: независимые, альтернативные, взаимосвязанные;
- степени риска: рисковые, безрисковые;
- срокам: краткосрочные, долгосрочные.

3.2. ФАЗЫ (СТАДИИ) РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Жизненный цикл проекта может быть разделен на три основные стадии: начальную (предынвестиционную), инвестиционную и эксплуатационную.

Начальная (предынвестиционная) стадия обычно подразделяется на предынвестиционные исследования и разработку проектно-сметной документации, планирование проекта и подготовку к строительству.

Предынвестиционная стадия непосредственно предшествует основному объему инвестиций. Именно на данной стадии жизненного

цикла проекта закладываются его жизнеспособность и инвестиционная привлекательность.

При проведении предынвестиционной стадии, как правило, выделяют три фазы:

- 1) изучение инвестиционных возможностей проекта;
- 2) предпроектные исследования;
- 3) оценка осуществимости инвестиционного проекта.

Различие между уровнями предынвестиционных исследований весьма условно, и глубина проработки каждого уровня зависит от сложности проекта, временных ограничений, требований потенциального инвестора и от многих других факторов.

Инвестиционная (строительная) стадия включает:

- проведение торгов и заключение контрактов, организацию закупок и поставок, подготовительные работы;
- строительно-монтажные работы;
- завершение строительной фазы проекта.

Эксплуатационная стадия включает в себя эксплуатацию, ремонт, развитие производства и закрытие проекта.

Применительно к действующим в Российской Федерации нормативным документам принципиальную схему жизненного цикла традиционного инвестиционного проекта составляют четыре фазы:

- 1) концепция (1–5%);
- 2) планирование и разработка (9–15%);
- 3) осуществление (65–80%);
- 4) завершение (10–15%).

Жизненный цикл инвестиционного проекта характеризуется инвестиционным и предпринимательским рисками. При этом типы рисков, связанных с финансированием инвестиционного проекта, во времени условно можно подразделить на риски подготовительной стадии, риски создания проекта, риски ввода объекта в эксплуатацию, риски функционирования объекта.

Первым трем стадиям реализации проекта присущи как общие, так и специфические типы и виды рисков, являющиеся составными частями общего инвестиционного риска. На всех стадиях осуществления проекта присутствуют риски и факторы общеэкономического, социально-политического, технического, коммерческого характера и др.

На четвертой стадии возникают, как правило, инвестиционные риски, связанные с предпринимательской деятельностью — предпринимательский риск, включающий этапы введения на рынок товаров и услуг, роста, зрелости, насыщения рынка и упадка спроса на товары и услуги.

3.3. ПРЕДЫНВЕСТИЦИОННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ, ИХ НЕОБХОДИМОСТЬ

Предынвестиционные исследования должны дать полную характеристику инвестиционного проекта. Продолжительность данной стадии жизненного цикла проекта зачастую невозможно определить достаточно точно. В мировой практике выделяют следующие этапы (стадии) предынвестиционных исследований:

- формирование инвестиционного замысла (идеи), или поиск инвестиционных концепций (*opportunity studies*);
- предпроектные, или подготовительные, исследования инвестиционных возможностей (*pre-feasibility studies*);
- технико-экономическое обоснование проекта (ТЭО), или оценка его технико-экономической и финансовой приемлемости (*feasibility studies*);
- подготовка оценочного заключения и принятие решения об инвестировании (*final evaluation*).

Логика подобного деления на этапы проста. Сначала необходимо найти возможность улучшить показатели фирмы с помощью инвестирования. Далее надо проработать все аспекты реализации инвестиционной идеи и подготовить бизнес-план. Если бизнес-план представляет интерес, то следует продолжить исследование путем глубокой проработки плана и тщательной оценки экономических и финансовых аспектов намечаемых инвестиций. Наконец, если результат оценки благоприятен, наступает этап принятия решения о реализации проекта и выбора наилучшей из возможных схем его финансирования. Достоинством такого поэтапного подхода является обеспечение возможности нарастания усилий и затрат, вкладываемых в подготовку проекта.

Формирование инвестиционного замысла (идеи), или поиск инвестиционных концепций, предусматривает:

- выбор и предварительное обоснование замысла;
- инновационный, патентный и экологический анализ технического решения (объекта техники, ресурса, услуги), организация производства которого предусмотрена намечаемым проектом;
- проверку необходимости выполнения сертификационных требований;
- предварительное согласование инвестиционного замысла с федеральными, региональными и отраслевыми приоритетами;
- предварительный отбор предприятия, способного реализовать проект;
- подготовку информационного меморандума реципиента.

Предпроектные, или подготовительные, исследования инвестиционных возможностей включают:

- предварительное изучение спроса на продукцию и услуги с учетом экспорта и импорта;
- оценку уровня базовых, текущих и прогнозных цен на продукцию (услуги);
- подготовку предложений по организационно-правовой форме реализации проекта и составу участников;
- оценку предполагаемого объема инвестиций по укрупненным нормативам и предварительную оценку их коммерческой эффективности;
- подготовку исходно-разрешительной документации;
- подготовку предварительных оценок по разделам ТЭО проекта, в частности оценку эффективности проекта;
- утверждение результатов обоснования инвестиционных возможностей;
- подготовку контрактной документации на проектно-изыскательские работы;
- подготовку инвестиционного предложения для потенциального инвестора (решение о финансировании работ по подготовке ТЭО проекта).

Технико-экономическое обоснование проекта, или оценка по технико-экономической и финансовой приемлемости, предусматривает:

- проведение полномасштабного маркетингового исследования (анализ спроса и предложения, сегментации рынка, цены, эластичности спроса, основных конкурентов, маркетинговой стратегии, программы удержания продукции на рынке и т.п.);
- подготовку программы выпуска продукции;
- подготовку пояснительной записки, включающей данные предварительного обоснования инвестиционных возможностей;
- подготовку исходно-разрешительной документации;
- разработку технических решений, в том числе генерального плана, технологических решений (анализ состояния технологии; состава оборудования, загрузка действующих производственных мощностей; предложения по модернизации производства; закупка зарубежных технологий; расширение производства; производственный процесс; используемые сырьевые и другие материалы, комплектующие изделия, энергоресурсы);
- градостроительные, архитектурно-планировочные и строительные решения;
- инженерное обеспечение;

- проведение мероприятий по охране окружающей природной среды и гражданской обороне;
- описание организации строительства;
- подготовку данных о необходимом жилищно-гражданском строительстве;
- описание системы управления предприятием, организации труда рабочих и служащих;
- подготовку сметно-финансовой документации, в том числе оценку издержек производства; расчет капитальных издержек; расчет годовых поступлений от деятельности предприятий; расчет потребности в оборотном капитале, проектируемые и рекомендуемые источники финансирования проекта (расчет), предполагаемые потребности в иностранной валюте; условия инвестирования, выбор конкретного инвестора, оформление соглашения;
- оценку рисков, связанных с осуществлением проекта;
- планирование сроков реализации проекта;
- оценку финансовой эффективности проекта;
- оценку экономической и (или) бюджетной эффективности проекта (при использовании бюджетных инвестиций);
- формулирование условий прекращения реализации проекта.

Подготовленное ТЭО проходит вневедомственную, экологическую и другие виды экспертиз.

Подготовка оценочного заключения и принятие решения об инвестировании.

После завершения разработки ТЭО участники инвестиционного проекта дают собственную оценку предполагаемых инвестиций в соответствии с конкретными целями и возможными рисками, затратами и прибылями.

Чем выше качество ТЭО, тем легче работа по оценке проекта. К этому моменту со времени возникновения идеи проекта уже затрачены определенные время и средства. Стоимость предынвестиционных исследований в общей сумме капитальных затрат довольно велика: от 0,7% — для крупных проектов до 5% — при небольших объемах инвестиций. Оценочное заключение покажет, насколько оправданны были эти предпроизводственные затраты.

Заключение по проекту выполняется национальными или международными финансовыми учреждениями. При подготовке оценочного заключения внимание концентрируется на «здоровье» фирмы, которую предполагается финансировать, на доходах владельцев ценных бумаг, а также на защите ее кредиторов. Методы, применяемые для оценки проекта в соответствии с этими критериями, касаются

анализа технических, коммерческих, рыночных, управленческих, организационных, финансовых и, возможно, экономических аспектов. Данные такой оценки входят в общее оценочное заключение.

Оценочные заключения, как правило, составляются не только по конкретному проекту, но и по связанным с ним отраслям промышленности и экономике в целом. Например, если оценивается автомобилестроительное предприятие, то в заключении учитываются и вопросы взаимоотношения предприятия с отраслями — поставщиками сырья и оборудования, транспортным сектором, наличием шоссейных дорог и возможностями энергоснабжения. Для крупномасштабных проектов при составлении оценочного заключения могут потребоваться проверка собранных данных и анализ всех факторов проекта, обусловленных его деловой средой, месторасположением и рынками, а также наличием ресурсов.

Необходима проработка всех вопросов по осуществлению инвестиционного проекта, так как это в значительной степени определяет успех или неудачу проекта в целом. Недостаточно или неправильно обоснованный проект обречен на серьезные трудности при его реализации, независимо от того, насколько успешно будут предприниматься все последующие действия.

3.4. НАЗНАЧЕНИЕ БИЗНЕС-ПЛАНА

Прежде чем принять решение о выделении инвестиций на реализацию инвестиционного проекта, любой инвестор требует представления материала по проекту в виде взаимосвязанных разделов, содержащих текстовое описание и расчеты, информационно подтверждаемые рядом прилагаемых документов, в том числе организационно-правового характера. В мировой практике для этих целей используется понятие бизнес-плана как документа, отражающего все аспекты будущего коммерческого предприятия, анализирующего все возможные проблемы и описывающего способы их решения. Кроме того, бизнес-план необходим самому разработчику (руководителю) в качестве информационной базы для принятия решений как тактического, так и стратегического характера.

Главной задачей, стоящей перед разработчиками бизнес-планов, является привлечение инвесторов. Практически каждая финансовая структура (потенциальный инвестор) может иметь свои стандарты (форматы) для подготовки документов в целях кредитования заемщиков, однако цель одна — обеспечить доказательство финансовой эффективности проекта, иными словами, убедить, что вложенные в проект деньги принесут ожидаемую прибыль.

3.5. БИЗНЕС-ПЛАН ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Результатом прединвестиционных исследований является развернутый бизнес-план инвестиционного проекта. В самом общем смысле под **бизнес-планом** понимается документ, содержащий в структурированном виде всю информацию о проекте, необходимую для его осуществления.

Понятие «бизнес-план» может трактоваться в узком и широком смысле, а его содержание зависит от назначения данного документа. Например, бизнес-планом может быть назван инвестиционный проект, направленный на предоставление потенциальным инвесторам информации о проекте. В некоторых случаях подготовка бизнес-плана составляет промежуточную стадию разработки проекта, а сам бизнес-план служит основой для ведения переговоров между держателем проекта и его потенциальными участниками. В последнем случае в нем может быть опущена или приведена только в самом общем виде оценка форм и условий финансирования.

Потребность в бизнес-плане прослеживается:

- при подготовке заявок существующих и вновь создаваемых фирм на получение кредитов в коммерческих банках;
- обосновании предложений по приватизации государственных предприятий;
- разработке проектов создания частных фирм;
- выборе видов, направлений и способов осуществления коммерческих операций действующими предприятиями;
- составлении проспектов эмиссии ценных бумаг и т.п.

Особая сфера применения бизнес-планов — привлечение потенциальных инвесторов. Начинать переговоры о получении инвестиций без бизнес-плана невозможно, не рискуя сразу же породить сомнения в компетентности и серьезности своих намерений. Это основательный документ. В нем описаны основные аспекты будущего коммерческого мероприятия (предприятия), анализируются проблемы, с которыми может столкнуться фирма, и определены способы их решения. Бизнес-план помогает предпринимателям и финансистам лучше изучить емкость и перспективы развития будущего рынка сбыта, оценить затраты по изготовлению продукции и соизмерить их с возможными ценами реализации, чтобы определить потенциальную прибыльность задуманного дела. Правильно составленный бизнес-план в конечном счете отвечает на вопросы, стоит ли вкладывать деньги в данное дело и окупятся ли все затраты сил и средств. Он помогает предугадать будущие трудности и понять, как их преодолеть. Адресуется бизнес-план банкирам и инвесторам, средства которых предпри-

ниматель намерен привлечь в рамках реализации проекта, а также сотрудникам предприятия, нуждающимся в четком определении своих задач и перспектив, наконец, он необходим самому предпринимателю и менеджерам, желающим тщательно проанализировать собственные идеи, проверить их на разумность и реалистичность. В международной практике считается, что без бизнес-плана вообще нельзя браться за производственную и коммерческую деятельность.

Составление бизнес-плана требует личного участия руководителя фирмы или предпринимателя, намеревающегося открыть свое дело. Многие зарубежные банки и инвестиционные фирмы отказываются рассматривать заявки на выделение средств, если становится известно, что бизнес-план с начала и до конца был подготовлен консультантом со стороны, а руководителем лишь подписан. Это не означает, конечно, что надо отказываться от услуг консультантов, наоборот, привлечение экспертов необходимо и весьма приветствуется потенциальными инвесторами.

В процессе разработки бизнес-плана сначала формируют доходную часть проекта (продукция, цены, рынок, продажи), затем — расходную (затраты на приобретение оборудования, сырья, материалов, заработную плату). При этом учитывают возможные варианты организационно-правового обеспечения бизнеса и схемы финансирования, после чего переходят к расчетам эффективности и ее анализу.

Структура и содержание бизнес-плана строго не регламентируются, но при его разработке обязательно следует обратить внимание на следующие условия:

- бизнес-план должен быть профессиональным, доступным и понятным для пользования, он должен быть разделен на главы (разделы). Для более полного и наглядного восприятия информации рекомендуется использовать таблицы, схемы, диаграммы, графики; бизнес-план должен быть объективным. Бухгалтер и аудитор должны тщательно проверить все финансовые расчеты;

- необходимо контролировать распространение бизнес-плана, так как он может содержать конфиденциальную информацию.

Примерная структура бизнес-плана:

- титульный лист;
- меморандум о конфиденциальности;
- аннотация — краткая информация о проекте, служащая для первичного ознакомления;
- раздел первый: раскрываются суть и эффективность проекта, основные источники его финансирования и возможности реализации;

— раздел второй: описываются текущее состояние, организационная структура, учредители, персонал, достижения предприятия, место на рынке, основные клиенты и партнеры;

— раздел третий: описывается область применения данной продукции, ее технические характеристики, конкурентоспособность и т.д. (в некоторых бизнес-планах разделы второй и третий могут быть объединены);

— раздел четвертый — маркетинг и сбыт продукции: рассматривает требования потребителей к продукции, стратегию продвижения на рынок и ценовую политику, а также возможных конкурентов;

— раздел пятый — производственный план: анализируются возможности осуществления производства по проекту — наличие площадей, технологий, необходимых ресурсов и инфраструктуры, а также требуемого кадрового обеспечения;

— раздел шестой — организационный план: дает представление о команде управления проектом и ведущих специалистах, о возможных партнерах по реализации проекта, а также демонстрирует правовое обеспечение и имеющиеся льготы;

— раздел седьмой — финансовый план: содержит нормативы для проведения финансово-экономических расчетов, приводит калькуляцию себестоимости продукции, источники финансирования и схему выплат по кредитам;

— раздел восьмой: раскрывает направленность и значимость проекта; в нем также приводятся показатели эффективности реализации проекта (в некоторых бизнес-планах разделы седьмой и восьмой объединены);

— раздел девятый: описывает предпринимательские риски и форс-мажорные обстоятельства, приводятся гарантии возврата средств партнерам и инвесторам;

— приложения к бизнес-плану: включают документы, подтверждающие или дополняющие информацию, содержащуюся в бизнес-плане. Как правило, к бизнес-плану прилагаются копии документов. Оригиналы предъявляются по дополнительному требованию [15].

При подготовке бизнес-плана можно учесть рекомендации ЮНИДО (ЮНИДО — подразделение Организации Объединенных Наций) и Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации по характеру и структуре представляемой информации.

В окончательном варианте обосновывающие материалы могут состоять из трех документов различной степени детализации. Это:

1) бизнес-проспект инвестиционного проекта, основное назначение которого — предоставление предельно сжатой аналитической

информации, которая необходима инвестору для принятия решения о целесообразности дальнейшего рассмотрения данного проекта, а также руководству верхнего уровня предприятия для формирования пакета проектов организации;

2) краткий бизнес-план инвестиционного проекта, дающий достаточно детальную оценку предложений, предоставляет структурированную информацию инвестору и отбор проектов для дальнейшей проработки;

3) полный бизнес-план инвестиционного проекта, предоставляющий необходимое для окончательного решения комплексное, детально проработанное обоснование использования инвестиций и формирование рабочего плана действий по реализации проекта.

Важное место в бизнес-планировании занимает мониторинг бизнес-плана — процесс выявления отклонений фактических показателей реализации инвестиционного проекта от их прогнозных значений и оценка влияния данных отклонений на реализуемость и эффективность инвестиционного проекта. Цель мониторинга заключается в том, чтобы в каждый конкретный момент времени можно было бы четко определить, выполняются ли условия реализуемости и эффективности инвестиционного проекта. По результатам мониторинга может быть либо сделан вывод о необходимости несения корректировок в план реализации проекта, либо принято решение о прекращении проекта.

Мониторинг начинается с инвестиционной стадии проекта, проходит через всю эксплуатационную стадию и прекращается в момент его завершения. Это относится к таким аспектам реализации проекта, как сроки выполнения работ, затраты, риски, качество и др. Конечным этапом мониторинга является постмониторинг, т.е. оценка проекта и его эффективности по завершении операционной стадии, сравнение прогнозных и фактических показателей проекта на выходе. Такая оценка важна как для отдельных инвестиционных проектов, так и для целых инвестиционных программ.

3.6. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

В отечественной практике эффективность инвестиционных проектов определяется в соответствии с Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов [13]. Согласно Методическим рекомендациям инвестиционный проект, реализуемый в рамках инвестиционной политики предприятия и отве-

чающий целям и интересам его участников, проходит следующие стадии:

- разработку инвестиционного предложения и декларации о намерениях (экспресс-оценку инвестиционного предложения);
- разработку обоснования инвестиций;
- разработку ТЭО (проекта);
- осуществление инвестиционного проекта (экономический мониторинг).

Принятию инвестиционного решения о финансировании предшествует оценка эффективности:

- 1) проекта в целом;
- 2) участия в проекте.

Эффективность проекта в целом рассчитывается с целью определить потенциальную привлекательность проекта для возможных участников и найти источники его финансирования. Рассчитываемые при этом показатели характеризуют с экономической точки зрения технические, технологические и организационные проектные решения.

Эффективность проекта в целом составляют следующие элементы:

- общественная (социальная) эффективность;
- коммерческая эффективность.

Оценки общественной и коммерческой эффективности имеют между собой определенные сходства и различия. Схема оценки в любом случае предусматривает сопоставление выгод и затрат проекта. Формально используются одни и те же критерии, но показатели общественной эффективности отражают соотношение выгод и затрат для общества в целом, а показатели коммерческой эффективности — для отдельной, генерирующей проект организации.

На практике различия между оценкой общественной и коммерческой эффективности сводятся, во-первых, к трактовке налогов, дотаций и субсидий, во-вторых, к используемым в проекте ценам.

При рассмотрении денежных потоков, необходимых для оценки коммерческой эффективности, налоги, которые платит фирма, увеличивают ее затраты на осуществление проекта, а любые предоставляемые ей субсидии повышают ее доходы.

При проведении оценки общественной эффективности трактовка налогов и субсидий совершенно иная. Они рассматриваются как часть *трансфертных платежей*, т.е. представляют собой сделку, при которой не создается никакой новой ценности, хотя контроль за реальными ресурсами и переходит из одних рук в другие.

При уплате предприятием налогов на прибыль уменьшается его чистая прибыль, а следовательно, сокращается поток реальных денег по проекту. Однако выплата налоговых сумм не сокращает

национальный доход страны, поскольку происходит лишь передача дохода предприятия государству. Поэтому можно сказать, что данный платеж с позиции экономики не является затратой.

Следовательно, в общем случае при оценке общественной эффективности все трансфертные платежи должны быть исключены из рассмотрения, как не отражающие реальных выгод и затрат страны.

При расчете коммерческой эффективности затраты и выгоды проекта измеряются в «финансовых ценах» либо рыночных, либо назначаемых административно. Чистые выгоды при этом рассматриваются с точки зрения отдельного предприятия или пользователей проекта.

При расчете общественной эффективности затраты и выгоды должны оцениваться в специальных «экономических» или «теневых» ценах. Чистые выгоды рассматриваются с точки зрения общества в целом.

Определение «теневых» цен предполагает исключение из состава рыночных цен всех искажений свободного рынка, в частности, влияния монополистов и трансфертных платежей, а также добавление не учтенных в рыночных ценах общественных благ и экстерналий.

Общественные блага — это работы и услуги, некоторые продукты, потребление которых одним субъектом не препятствует их потреблению другими, поэтому общественные блага бесплатные и не участвуют в рыночном обороте.

Экстерналий — экономические и внеэкономические последствия, возникающие во внешней среде при производстве товаров и услуг, но не отраженные в рыночных ценах последних.

В настоящее время обоснованная методика определения «теневых» цен еще не разработана. Одним из способов определения экономических затрат является оценка альтернативной стоимости ресурсов, т.е. упущенной выгоды при альтернативном наилучшем использовании этих ресурсов. Применение данного метода тем более необходимо, чем больше искажены финансовые цены этих ресурсов по сравнению с «идеальными» ценами «свободного» рынка, что относится, в частности, к оценке земли, труда, иностранной валюты.

При расчете общественной эффективности рабочая сила также должна оцениваться на основании той продукции, от создания которой данный инвестиционный проект отвлекает трудовые ресурсы. Практически при этой оценке можно опираться на анализ структуры привлекаемой к осуществлению проекта рабочей силы, состояния экономики данного региона, занятости его населения (уровень безработицы). Если регион трудоизбыточный, то альтернативная стоимость рабочей силы может оказаться ниже заработной платы и даже

быть отрицательной, равной величине пособия по безработице. Если регион трудодефицитный, т.е. имеет место недостаток рабочей силы, то в качестве альтернативной стоимости может приниматься заработная плата, которую рабочие получали бы на другом предприятии.

Показатели *общественной эффективности* учитывают социально-экономические последствия осуществления инвестиционного проекта для общества в целом. Оцениваются результаты непосредственно самого проекта и «внешние» последствия его реализации в смежных отраслях экономики. При этом экологические, социальные и иные внеэкономические эффекты рекомендуется учитывать в количественной форме при наличии соответствующих нормативных и методических материалов. В отдельных случаях при отсутствии указанных документов, когда эффекты весьма существенны, можно использовать оценки независимых квалифицированных экспертов. Если «внешние» эффекты не допускают количественного учета, следует провести качественную оценку их влияния. Эти положения относятся также и к расчетам региональной эффективности.

Перед проведением оценки эффективности экспертно определяется общественная значимость проекта. Общественно значимыми считаются крупномасштабные, народнохозяйственные и глобальные проекты. Показатели общественной эффективности учитывают затраты и результаты, связанные с реализацией проекта, выходящие за пределы прямых финансовых интересов участников инвестиционного проекта. Для крупномасштабных (существенно затрагивающих интересы города, региона или всей России) проектов рекомендуется обязательно определять общественную эффективность.

Если проект в целом достаточно хорош, то от первого, предварительного, этапа переходят ко второму — основному, когда уже осуществляется проверка фактической эффективности участия в проекте каждого из потенциальных инвесторов и вырабатываются, если это необходимо, варианты возможной схемы финансирования, распределения прибылей и т.д. Данный процесс носит итеративный характер. На втором этапе оценивается эффективность инвестиций для каждого отдельного участника проекта. Участие в проекте должно быть выгодным для всех инвесторов, причем для каждого из них оценка эффективности производится в соответствии с его интересами, по адекватным им критериям. Поэтому на втором этапе оценивается значительно больше видов эффективности: финансовая — для фирм, банков и т.д. (нижний уровень); отраслевая и региональная — для соответствующих регионов, отраслей, финансово-промышленных групп и т.д. (средний уровень); общественная, бюджетная и т.д. — для общества в целом, федерального бюджета и др. (верхний уровень).

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверить реализуемость проекта и выявить заинтересованность в нем всех его участников. Она включает:

- эффективность участия предприятий в проекте (эффективность для предприятий — участников инвестиционного проекта);

- эффективность инвестирования в акции предприятия (эффективность для акционеров акционерных предприятий — участников инвестиционного проекта);

- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям-участникам, в том числе региональную и народнохозяйственную эффективность — для отдельных регионов и всего народного хозяйства Российской Федерации, отраслевую — для отдельных отраслей народного хозяйства, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдингов;

- бюджетную эффективность (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней — федерального, регионального или местного).

Компромиссное решение, удовлетворяющее всех участников, в общем случае находится лишь в итеративном процессе согласования их интересов и только при условии, что проект достаточно эффективен и выгоден для каждого.

Показатели *коммерческой эффективности инвестиционного проекта* отражают его эффективность с точки зрения реальной или потенциальной фирмы, полностью реализующей проект за счет собственных средств.

Показатели коммерческой эффективности проекта в целом отражают финансовые последствия осуществления инвестиционного проекта, в случае если предполагается участие только одного инвестора, который производит все необходимые для реализации проекта затраты и пользуется всеми его результатами.

Коммерческая эффективность (финансовое обоснование) проекта определяется соотношением финансовых затрат и результатов, обеспечивающих требуемую норму доходности будущего предприятия после реализации проекта, и может рассчитываться как для проекта в целом, так и для отдельных участников с учетом их вклада.

3.7. КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

К простым, статическим критериям эффективности инвестиционных проектов относятся срок окупаемости и простая норма прибыли.

Срок окупаемости инвестиций — это ожидаемый период возмещения первоначальных вложений из чистых поступлений (когда чистые поступления представляют собой денежные поступления за вычетом расходов).

Основной недостаток показателя срока окупаемости как меры эффективности, рассчитываемого в форме, не отражающей временную ценность денег, заключается в том, что он не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на него не влияет вся та отдача, которая лежит за его пределами. Поэтому этот показатель должен использоваться в качестве ограничения при принятии решений, а не как критерий выбора.

Простая норма прибыли аналогична коэффициенту рентабельности капитала и показывает, какая часть инвестиционных затрат возмещается в виде прибыли в течение одного интервала планирования. На основании сравнения инвестором расчетной величины нормы прибыли с минимальным или средним уровнем доходности делается заключение о целесообразности дальнейшего анализа данного инвестиционного проекта.

Основное преимущество критерия простой нормы прибыли заключается в том, что он не сложен и может использоваться для некрупных фирм с небольшим денежным оборотом, а также когда надо быстро оценить проект в условиях дефицита ресурсов.

Недостатки данного метода состоят в том, что существует большая зависимость от выбранной в качестве ставки сравнения величины чистой прибыли, не учитывается ценность будущих поступлений и расчетная норма прибыли играет роль средней за весь период.

Критерии, основывающиеся на технике расчета временной ценности денег, называются дисконтированными критериями. В мировой практике наиболее часто употребляются понятия: «чистый дисконтированный доход», «внутренняя норма доходности», «индекс доходности», «дисконтированный срок окупаемости».

В качестве основных показателей для расчета эффективности инвестиционного проекта рекомендуется использовать:

- чистый доход;
- чистый дисконтированный доход;
- внутреннюю норму доходности;
- потребность в дополнительном финансировании (другие названия — ПФ, стоимость проекта, капитал риска);
- индексы доходности затрат и инвестиций;
- дисконтированный срок окупаемости;

— группу показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия — участника проекта.

Чистым доходом (ЧД) (*net value, NV*) называется накопленный эффект (сальдо денежного потока) за расчетный период.

Чистый дисконтированный доход (ЧДД) (другое название — интегральный эффект) соответствует показателю NPV (*net present value*), который используется при оценке эффективности инвестиционных проектов по методике ЮНИДО.

Чистый дисконтированный доход представляет собой дисконтированный показатель ценности проекта, определяемый как сумма дисконтированных значений поступлений за вычетом затрат, получаемых в каждом году в течение срока жизни проекта.

Для признания проекта эффективным с точки зрения инвестора необходимо, чтобы его NPV был положительным; при сравнении альтернативных проектов предпочтение должно отдаваться проекту с высоким значением NPV (при условии, что оно положительное).

Внутренняя норма доходности (ВНД) (другие названия — внутренняя норма дисконта, внутренняя норма рентабельности) — это та, что соответствует показателю IRR (*internal rate of return*). Технически она представляет собой ставку дисконтирования, при которой достигается безубыточность проекта, означающая, что чистая дисконтированная величина потока затрат равна чистой дисконтированной величине потока доходов.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов значение внутренней нормы доходности необходимо сопоставить с нормой дисконтирования « r ». Проекты, у которых $IRR > r$, имеют положительное NPV и потому эффективны, те же, у которых $IRR < r$, имеют отрицательное NPV и потому неэффективны.

IRR может быть также использована:

- для оценки эффективности проекта, если известны приемлемые значения IRR для проектов данного типа;
 - оценки степени устойчивости проекта (по разности $IRR - r$);
- установления участниками проекта нормы дисконта r по данным о внутренней норме доходности альтернативных направлений вложения ими собственных средств.

Потребность в дополнительном финансировании (ПФ) — это максимальное значение абсолютной величины отрицательно накопленного сальдо от операционной и инвестиционной деятельности. Величина ПФ показывает минимальный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости.

Индексы доходности затрат и инвестиций характеризуют (относительную) «отдачу проекта» на вложенные в него средства. Они могут рассчитываться как для дисконтированных, так и для недисконтированных денежных потоков. Значение индексов доходности для эффективных проектов должно быть больше единицы.

При оценке эффективности проекта часто используются:

индекс доходности затрат — отношение суммы денежных притоков (накопленных поступлений) к сумме денежных оттоков (накопленным платежам);

индекс доходности дисконтированных затрат — отношение суммы дисконтированных денежных притоков к сумме дисконтированных денежных оттоков;

индекс доходности инвестиций (ИД) — отношение суммы элементов денежного потока от операционной деятельности к абсолютной величине суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. Он равен увеличенному на единицу отношению ЧД к накопленному объему инвестиций;

индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД) — отношение суммы дисконтированных элементов денежного потока от операционной деятельности к абсолютной величине дисконтированной суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. ИДД равен увеличенному на единицу отношению ЧДД к накопленному дисконтированному объему инвестиций.

Дисконтированный срок окупаемости — это продолжительность наименьшего периода, по истечении которого чистый дисконтированный доход становится неотрицательным и продолжает таковым оставаться.

Данный критерий аналогичен простому сроку окупаемости, но использует дисконтированные значения затрат и выгод.

Значение срока окупаемости не должно превышать срока жизни проекта.

Срок окупаемости («простой») соответствует показателю РР, используемому в методике ЮНИДО.

Для характеристики финансового состояния предприятия — участника проекта применяются методы анализа, предусматривающие расчет показателей:

- ликвидности, включая расчет коэффициентов:
 - покрытия краткосрочных обязательств,
 - промежуточный коэффициент ликвидности,
 - абсолютной ликвидности,
 - финансовой устойчивости,

- платежеспособности,
- долгосрочного привлечения заемных средств,
- покрытия долгосрочных обязательств,
- оборачиваемости активов,
- оборачиваемости собственного капитала,
- оборачиваемости товарно-материальных запасов,
- оборачиваемости дебиторской задолженности,
- средний срок оборота кредиторской задолженности;
- рентабельности, включая расчет показателей:
 - рентабельности продаж,
 - рентабельности активов,
 - полной рентабельности продаж,
 - полной рентабельности активов,
 - чистой рентабельности продаж,
 - чистой рентабельности активов,
 - чистой рентабельности собственного капитала.

В случае, когда финансирование проекта предполагается осуществлять из нескольких источников, целесообразно рассчитывать эффективность участия в проекте для каждого инвестора в отдельности в соответствии с его долей в финансировании проекта.

Эффективность участия в проекте характеризуется:

- эффективностью участия предприятий в проекте (эффективность инвестиционного проекта для предприятий-участников);
- эффективностью инвестирования в акции предприятия (эффективность для акционеров акционерных предприятий — участников инвестиционного проекта);
- эффективностью участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям — участникам инвестиционного проекта, в том числе региональной и народнохозяйственной эффективностью — для отдельных регионов и народного хозяйства Российской Федерации; отраслевой эффективностью — для отдельных отраслей народного хозяйства, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдингов; бюджетной эффективностью инвестиционного проекта (эффективностью участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

В качестве *показателей* эффективности участия в проекте используются также:

- чистый доход;
- чистый дисконтированный доход;
- внутренняя норма доходности;
- индексы доходности затрат и инвестиций;
- срок окупаемости.

Отличие данных показателей от показателей при расчете коммерческой эффективности состоит в *разности затрат*, а следовательно, и результатов реализации проекта для каждого участника в отдельности в соответствии с его долей.

3.8. КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СОСТОЯТЕЛЬНОСТИ ПРОЕКТА С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

Определяющим при оценке эффективности является чистый дисконтированный доход (ЧДД). Остальные показатели носят в большей степени вспомогательный характер. Если же проект не претендует ни на какую форму государственной поддержки, а осуществляется за счет средств инвестиционной компании, то последняя вправе либо ориентироваться на любой из перечисленных выше критериев, либо разработать свои собственные.

Основным экономическим нормативом, используемым при дисконтировании, является норма дисконта, выраженная в долях единицы или в процентах в год.

Норма дисконта является экзогенно задаваемым нормативом, используемым при оценке эффективности инвестиционного проекта.

На величину нормы дисконта в общем случае влияют:

- инфляция;
- риск;
- альтернативная возможность использования денег.

В зависимости от того, каким методом учитывается неопределенность условий реализации проекта при определении ожидаемого ЧДД, норма дисконта может включать или не включать поправку на риск. Включение поправки на риск обычно производится, когда проект оценивается при одном-единственном сценарии его осуществления.

Норма дисконта, не включающая премии за риск, или безрисковая норма дисконта, отражает доходность альтернативных безрисковых направлений инвестирования, которые часто являются финансовыми инвестиционными проектами.

Норма дисконта, включающая поправку за риск, отражает доходность альтернативных направлений инвестирования, характеризующихся тем же риском, что и инвестиции в оцениваемый проект.

Безрисковая норма дисконта обычно определяется в следующем порядке.

1. Безрисковая коммерческая норма дисконта, используемая для оценки коммерческой эффективности проекта в целом, обычно

устанавливается в соответствии с требованиями к минимально допустимой будущей доходности вкладываемых средств, определяемой в зависимости от депозитных ставок банков первой категории надежности (после исключения инфляции), а также ставки LIBOR (годовая процентная ставка, принятая на Лондонском рынке банками первой категории для оплаты их взаимных кредитов) по годовым еврокредитам, освобожденной от инфляционной составляющей, — практически 4—6%.

2. Безрисковая коммерческая норма дисконта, используемая для оценки эффективности участия предприятия в проекте, назначается инвестором самостоятельно.

3. Безрисковая социальная (общественная) норма дисконта, используемая для оценки общественной и региональной эффективности, считается национальным параметром и должна устанавливаться централизованно органами управления народного хозяйства. Но впредь до ее централизованного установления она может приниматься на уровне безрисковой коммерческой нормы дисконта, принятой для проекта в целом.

В величине поправки за риск в общем случае учитываются:

- страновой риск;
- риск ненадежности участников проекта;
- риск неполучения предусмотренных проектом доходов.

При расчете региональной и бюджетной эффективности страновой риск не учитывается, при расчете общественной эффективности он учитывается только по проектам, осуществляемым за рубежом или с иностранным участием.

Риск ненадежности участников проекта обычно усматривается в возможности непредвиденного прекращения реализации проекта и оценивается экспертно каждым участником проекта. Обычно поправка на этот вид риска не превышает 5%, однако ее величина существенно зависит от того, насколько детально проработан организационно-экономический механизм реализации проекта, насколько учтены в нем опасения участников проекта. Этот вид риска уменьшается, если один из участников предоставляет имущественные гарантии выполнения своих обязательств, и увеличивается, если нет проверенной информации о платежеспособности и надежности других участников проекта.

Риск неполучения предусмотренных проектом доходов обусловлен техническими, технологическими и организационными решениями проекта, а также случайными колебаниями объемов производства и цен на продукцию и ресурсы.

Риск неполучения предусмотренных проектом доходов снижается:

— при получении дополнительной информации о реализуемости и эффективности технологии, о запасах полезных ископаемых и т.д.;

— при наличии представительных маркетинговых исследований, подтверждающих умеренно пессимистический характер принятых в работе объемов спроса и цен, их сезонную динамику.

Деятельность практически любого экономического субъекта осуществляется в условиях неопределенности и риска.

Обычно неопределенностью результатов инвестиционного проекта называется неполнота и неточность информации об условиях деятельности предприятия, реализации проекта.

Инвестиционный риск является составной частью общего финансового риска и представляет собой вероятность (угрозу) финансовых потерь (потери по крайней мере части своих инвестиций), недополучения доходов от инвестиций или при возникновении дополнительных инвестиционных расходов.

Количественные оценки рисков инвестиционного проекта связаны с численным определением величин отдельных рисков и риска проекта в целом. При количественном анализе часто применяется инструментарий теории вероятностей, математической статистики, теории исследования операций.

Задача количественного анализа состоит в численном измерении степени влияния изменений рискованных факторов проекта, проверяемых на риск, на «поведение» критериев эффективности проекта.

Количественный анализ риска проводится по результатам оценки эффективности проекта и имеет такую последовательность:

- определение показателей предельного уровня;
- анализ чувствительности проекта;
- анализ сценариев развития проекта.

Показатели предельного уровня характеризуют степень устойчивости проекта по отношению к возможным изменениям условий его реализации. Предельным значением параметра для i -го года является такое значение, при котором чистая прибыль проекта равна нулю. Основным показателем этой группы — точка безубыточности, т.е. уровень физического объема продаж на протяжении расчетного периода времени, при котором выручка от реализации продукции совпадает с издержками производства.

Ограничения, которые должны соблюдаться при расчете точки безубыточности:

- 1) объем производства равен объему продаж;
- 2) постоянные затраты одинаковы для любого объема;

3) переменные издержки изменяются пропорционально объему производства;

4) цена не изменяется в течение периода, для которого определяется точка безубыточности;

5) цена единицы продукции и стоимость единицы ресурсов постоянны;

6) в случае расчета точки безубыточности для нескольких наименований продукции соотношение объемов производимой продукции должно оставаться неизменным.

Показатель точки безубыточности позволяет определить:

- требуемый объем продаж, обеспечивающий получение прибыли;

- зависимость прибыли предприятия от изменения цены;

- значение каждого продукта в доле покрытия общих затрат.

Анализ чувствительности проекта позволяет оценить, как изменяются результирующие показатели реализации проекта при различных значениях заданных переменных, необходимых для расчета. Этот вид анализа позволяет определить наиболее критические переменные, которые в большей степени могут повлиять на осуществимость и эффективность проекта.

В качестве результирующих показателей реализации проекта могут выступать:

- показатели эффективности;

- ежегодные показатели проекта (чистая прибыль, накопленная прибыль и т.д.).

При проведении анализа чувствительности выделяют две основные категории факторов по их влиянию на объем поступлений и на размеры затрат.

К факторам прямого воздействия относят:

- показатели инфляции; физический объем продаж на рынке;

- долю компании на рынке;

- потенциал роста и колебания рыночного спроса на продукцию;

- торговую цену и тенденции ее изменения; требуемый объем инвестиций;

- стоимость привлекаемого капитала в зависимости от источников и условий его формирования.

Наиболее информативным методом, применяемым для анализа чувствительности, является расчет *эластичности*, показателя, позволяющего провести сравнение уровней чувствительности результирующей переменной к изменениям различных параметров.

По показателям эластичности можно построить вектор чувствительности, позволяющий выявить наиболее рискованные (оказывающие наиболее сильное влияние на интегральные показатели эффективности проекта) переменные. Для обеспечения сопоставимости берутся абсолютные значения эластичности, так как знак показывает однонаправленность или разнонаправленность изменений результирующего или варьируемого показателей. Чем выше эластичность, тем большее внимание должно быть уделено варьируемой переменной и тем чувствительнее проект к ее изменениям.

3.9. УЧЕТ ИНФЛЯЦИИ

Инфляция — это процесс выравнивания напряженности, возникшей в какой-либо социально-экономической среде, который сопровождается повышением общего уровня цен и снижением покупательной способности денег.

Влияние инфляции на показатели финансовой эффективности проекта обычно рассматриваются в двух аспектах:

- влияние на показатели проекта в натуральном выражении, когда инфляция приводит не только к переоценке финансовых результатов проекта, но и к изменению плана реализации проекта;

- влияние на показатели проекта в денежном выражении.

Для учета влияния инфляции при оценке эффективности инвестиционных проектов используются следующие способы:

- инфляционная коррекция денежных потоков, связанная с проблемой постоянных и текущих цен и расчетами в рублях и валюте. Коррекция достигается с помощью операции *дефлирования*, которая заключается в делении денежного потока, выраженного в прогнозных ценах (рублях или иностранной валюте), на соответствующие индексы инфляции;

- учет инфляционной премии в ставке процента (реальная и номинальная процентная ставка), так как влияние инфляции на эффективность проекта отражается также на изменении потребности в заемных средствах и платежах по кредитам.

Процентной ставкой называется относительный (в процентах или долях) размер платы за пользование кредитом в течение определенного периода времени.

Процентная ставка, взимаемая банком по кредитам, называется **кредитной процентной ставкой**.

Процентная ставка, выплачиваемая банком по депозитным вкладам, называется **депозитной процентной ставкой**.

Кредитная и депозитная процентные ставки могут быть номинальными, реальными и эффективными.

Номинальная процентная ставка — процентная ставка, объявляемая кредитором.

Реальная процентная ставка — это процентная ставка в постоянных ценах (при отсутствии инфляции), величина которой обеспечивает такую же доходность займа, что и номинальная ставка при наличии инфляции; рассчитывается путем исключения из номинальной ставки влияния инфляции и используется при анализе процентных ставок, а также для приближенного пересчета платежей по займам при оценке эффективности инвестиционного проекта в текущих ценах.

Эффективная процентная ставка — это доход кредитора за счет капитализации процентов, выплачиваемых в течение периода, для которого объявлена процентная ставка; характеризует доход кредитора за счет капитализации процентов, выплачиваемых в течение периода, для которого объявлена номинальная процентная ставка;

— анализ чувствительности в условиях высокого уровня инфляции. Когда отсутствуют достаточно точные прогнозы будущего поведения инфляции, то первоначальные расчеты по проекту производят в базовых, начальных ценах, а затем с помощью анализа чувствительности проверяют влияние инфляции на эффективность проекта.

Цель анализа чувствительности — выявить важнейшие факторы, способные наиболее серьезно повлиять на проект и проверить воздействие последовательных изменений этих факторов на результаты проекта.

Среди варьируемых факторов, рассматриваемых на практике, наиболее важными являются показатели инфляции. При проведении анализа чувствительности могут последовательно анализироваться такие виды инфляции:

- общая;
- переменных издержек;
- заработной платы;
- основных фондов;
- постоянных издержек и накладных расходов (и т.д.).

Отдельно для инфляции может быть построен вектор чувствительности, позволяющий выявить наиболее чувствительные переменные инфляции, для которых целесообразно провести дополнительные исследования в рамках количественного анализа рисков.

3.10. БЮДЖЕТНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Бюджетная эффективность проекта отражает влияние реализации проекта на доходы и расходы федерального, регионального или местного бюджетов.

Основным показателем бюджетной эффективности проекта является бюджетный эффект, используемый для обоснования заложенных в проекте мер федеральной или региональной поддержки.

Показатели народнохозяйственной эффективности определяют эффективность проекта с позиций экономики в целом, отрасли, региона, связанных с реализацией проекта.

Выбор инвестиционного проекта, предусматривающего государственную поддержку, производится исходя из максимального интегрального эффекта, учитывающего коммерческую, бюджетную и народнохозяйственную экономическую эффективность.

Основным показателем бюджетной эффективности при обосновании предусмотренных в проекте мер федеральной, региональной финансовой поддержки является *бюджетный эффект*.

Бюджетный эффект осуществления проекта определяется как превышение доходов соответствующего бюджета над расходами в связи с осуществлением данного проекта.

Интегральный бюджетный эффект рассчитывается как сумма дисконтированных годовых бюджетных эффектов или как превышение интегральных доходов бюджета над интегральными бюджетными расходами.

В состав расходов бюджета включаются:

- средства, выделяемые для прямого бюджетного финансирования проекта;
- кредиты Центрального банка Российской Федерации, региональных и уполномоченных банков для отдельных участников реализации проекта, выделяемые в качестве заемных средств, подлежащих компенсации за счет бюджета;
- прямые бюджетные ассигнования на надбавки к рыночным ценам на топливо и энергоносители;
- выплаты пособий для лиц, остающихся без работы в связи с осуществлением проекта (в том числе при использовании импортного оборудования и материалов вместо аналогичных отечественных);
- выплаты по государственным ценным бумагам;
- государственные, региональные гарантии инвестиционных рисков иностранным и отечественным участникам;

— средства, выделяемые из бюджета для ликвидации последствий, возможных при осуществлении проекта чрезвычайных ситуаций и компенсации иного возможного ущерба его выполнения.

В состав доходов бюджета включаются:

— налог на добавленную стоимость, специальный налог, все иные налоговые поступления (с учетом льгот) и рентные платежи данного года в бюджет с российских и иностранных предприятий и фирм, в частности, относящиеся к реализации проекта;

— увеличение (уменьшение, со знаком «минус») налоговых поступлений от сторонних предприятий, обусловленное влиянием реализации проекта на их финансовое положение;

— поступающие в бюджет таможенные пошлины и акцизы по продуктам (ресурсам), производимым (затрачиваемым) в соответствии с проектом;

— эмиссионный доход от выпуска ценных бумаг под осуществление проекта;

— дивиденды по принадлежащим государству, региону акциям и другим ценным бумагам, выпущенным для финансирования проекта;

— поступления в бюджет подоходного налога с заработной платы российских и иностранных работников, начисленной за выполнение работ, предусмотренных проектом;

— поступление в бюджет платы за пользование землей, водой и другими природными ресурсами;

— плата за недра, лицензии на право ведения геологоразведочных работ и т.п. в части, зависящей от осуществления проекта;

— доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на разведку, строительство и эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом;

— повышение льготных кредитов на проект, выделенных за счет средств бюджета, и обслуживание этих кредитов;

— штрафы и санкции, связанные с проектом, за нерациональное использование материальных, топливно-энергетических и природных ресурсов.

К доходам бюджета приравниваются также поступления во внебюджетные фонды — пенсионный фонд, фонд занятости, медицинского и социального страхования в форме обязательных отчислений по заработной плате, начисляемой за выполнение работ, предусмотренных проектом.

На основе показателей годовых бюджетных эффектов определяются также дополнительные показатели бюджетной эффективности:

■ внутренняя норма бюджетной эффективности, рассчитываемая по общим принципам;

- срок окупаемости бюджетных затрат;
- степень финансового участия государства (региона) в реализации проекта.

По проектам, предусматривающим бюджетное покрытие расходов в иностранной валюте и (или) валютные поступления в бюджет, определяются показатели валютного бюджетного эффекта (годового и интегрального). Расчет производится в соответствии с учетом расходов и доходов только в иностранной валюте, пересчитываемой в валюту Российской Федерации по установленным курсам. При этом необходимо учитывать, что стоимость иностранной валюты не всегда правильно определяется валютным курсом, а цена товаров, входящих во внешнеторговый оборот и не входящих в него, нередко оказывается различной.

Если рассматриваемый товар или ресурс относится к внешнеторговым товарам, то его экономическую цену часто называют **пограничной ценой (ценой экспортного или импортного паритета)**.

К товарам, включенным во внешнеторговый баланс, относятся:

- на входе проекта:

- товары, закупаемые для проекта по импорту,

- товары, экспортируемые без проекта (т.е. те, которые могли бы экспортироваться, если бы их не отвлекли на проект);

- на выходе проекта:

- импортозамещающая продукция, которая может сократить потребность в импорте аналогичной продукции,

- экспортно ориентированная продукция, если она может быть реализована на внешнем рынке,

- товары, которые могут экспортироваться при государственном вмешательстве.

Товары, включенные во внешнеторговый баланс, представляют собой такие товары, стоимость производства которых в стране ниже цены ФОБ (*free on board*) (для экспорта) и выше цены СИФ (*cost-rinsurance-freight*) (для импорта).

Товары, не включенные во внешнеторговый оборот, — это те товары, для которых цена СИФ выше стоимости их производства, либо те, которые не включены во внешнеторговый оборот из-за вмешательства государства, осуществляемого через систему запретов на вывоз, квотирование, лицензирование и т.д.

Часто это товары, которые по самой природе производства оказываются дешевле при производстве внутри страны, чем при импорте, при этом их импортная цена также ниже стоимости их производства внутри страны.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Что входит в понятие «инвестиционный проект»?
2. Назовите фазы (стадии) развития инвестиционного проекта.
3. Обоснуйте необходимость предынвестиционных исследований.
4. Для чего необходим бизнес-план?
5. Что включает бизнес-план инвестиционного проекта?
6. Как оценивается эффективность инвестиционных проектов в Российской Федерации?
7. Перечислите критерии оценки инвестиционного проекта.
8. Что такое индексы доходности затрат и инвестиций и что они показывают?
9. Чем характеризуется эффективность участия в проекте?
10. Приведите количественные методы оценки состоятельности проекта с точки зрения неопределенности.
11. Что такое безрисковая норма дисконта?
12. Что такое инвестиционный риск?
13. Как учитывается инфляция?
14. Что отражает бюджетная эффективность реализации инвестиционных проектов?

ТЕМА 4

РЕАЛИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВЛОЖЕНИЙ В КАПИТАЛЬНОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО

Основой осуществления капитального строительства являются капитальные вложения. Они могут быть направлены:

- на новое строительство;
- реконструкцию действующего предприятия;
- техническое перевооружение производства;
- расширение действующего предприятия или какого-либо другого объекта;
- иные цели.

К новому строительству относится строительство комплекса объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий и организаций, а также филиалов или отдельных производств на новых площадках по первоначально утвержденному проекту, которые после их ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе.

Под расширением понимается строительство дополнительных производств, отдельных цехов на действующем предприятии и в организации. К расширению действующих предприятий и организаций относится также строительство новых филиалов и производств, которые после их ввода в эксплуатацию будут входить в состав действующего предприятия или организации.

Под реконструкцией действующих предприятий и организаций понимается полное или частичное переустройство существующих производств, цехов и других объектов, как правило, без расширения имеющихся зданий и сооружений основного назначения, связанное с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня в целях увеличения производственных мощностей.

Техническое перевооружение действующих предприятий и организаций — комплекс мероприятий по повышению технического уровня отдельных производств, цехов, участков на основе внедрения передовой техники и технологии, механизации и автоматизации производства, компьютеризации, модернизации и замены устаревшего, физически и морально изношенного оборудования новым, более производительным и экономичным, а также мероприятия по совершенствованию деятельности общезаводского хозяйства и вспомогательных служб.

Главная цель реконструкции и технического перевооружения является повышение эффективности производства за счет его технического перевооружения и как следствие — увеличения выпуска продукции, улучшения ее качества и снижения издержек производства.

Капитальные вложения и капитальное строительство тесно взаимосвязаны. Капитальные вложения служат финансовым источником для осуществления капитального строительства — основной формы воспроизводства основных фондов.

Капитальное строительство охватывает все стадии создания основных фондов — от проектирования объектов и до ввода их в действие. Решающими его стадиями являются выполнение комплекса строительно-монтажных работ, наладка и опробование установленного оборудования, обеспечение ввода в действие строящихся объектов. Эта стадия осуществляется строительной индустрией как особой отраслью материального производства.

Капитальное строительство — трудный, характеризующийся множеством связей процесс, отличительными чертами которого являются высокие затраты материальных, трудовых и денежных ресурсов, техническая и организационная сложность сооружаемых объектов, большая длительность производственного цикла.

4.1. ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОЕКТИРОВАНИЯ И ПОДРЯДНЫХ ОТНОШЕНИЙ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ

Взаимоотношения между заказчиком и проектной организацией (проектировщиком) регулируются договором подряда на выполнение проектно-изыскательских работ. Согласно ст. 758 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ), проектировщик обязуется по заданию заказчика разработать техническую документацию или выполнить изыскательские работы, а заказчик — принять и оплатить их результат. По договору подряда на выполнение проектно-изыскательских работ заказчик обязан передать проектировщику задание на проектирование, а также другие исходные данные для разработки технической документации. Задание на выполнение проектных работ может быть подготовлено по поручению заказчика подрядчиком. Проектировщик обязан соблюдать требования, содержащиеся в задании на выполнение проектно-изыскательских работ, и вправе скорректировать их с согласия заказчика.

Проектировщик должен:

— выполнить работы в соответствии с заданием на проектирование и заключенным с заказчиком договором;

— согласовать готовую техническую документацию с заказчиком, с компетентными государственными органами и органами местного самоуправления;

— передать заказчику готовую техническую документацию и результаты изыскательских работ на объекте будущего строительства в полном объеме и надлежащего качества.

Заказчик обязан:

— уплатить проектировщику установленную договором цену полностью после завершения всех работ или уплачивать ее частями после окончания отдельных этапов работ;

— использовать техническую документацию, полученную от проектировщика, только на цели, предусмотренные договором, не передавать ее третьим лицам и не разглашать содержащуюся в ней конфиденциальную информацию;

— оказывать помощь проектировщику в выполнении предусмотренных договором проектно-изыскательских работ;

— участвовать вместе с проектировщиком в согласовании готовой технической документации с соответствующими государственными органами и органами местного самоуправления;

— возместить проектировщику дополнительные расходы, вызванные изменением исходных данных для выполнения проектно-изыскательских работ вследствие обстоятельств, которые не зависят от проектировщика;

— привлечь проектировщика к участию в деле по иску, предъявленному к заказчику третьими лицами в связи с недостатками разработанной технической документации или выполненными изыскательскими работ.

Предприятия-застройщики вправе выполнять строительно-монтажные работы по возведению зданий и сооружений собственными силами (хозяйственным способом). Однако на практике застройщики часто привлекают специализированные подрядные организации (фирмы). Взаимоотношения между застройщиками и подрядчиками строятся на обычной коммерческой основе с соблюдением прав и обязанностей, вытекающих из договора строительного подряда.

Согласно ст. 740 ГК РФ, договор строительного подряда заключают на строительство или реконструкцию предприятия, здания, сооружения или иного объекта, а также на выполнение монтажных, пусконаладочных и других неразрывно связанных со строящимся объектом работ. Рекомендуемый перечень статей договора достаточно типизирован и универсален, что позволяет использовать его в качестве базовой схемы при подготовке различных видов договоров.

Примерный перечень основных статей договора строительного подряда:

- определения: полное наименование сторон договора заказчика и подрядчика с указанием их реквизитов, наименование предмета договора;

- предмет договора: изложение задания заказчика в общей форме в тексте договора и детализированного в приложениях, стоимость предмета договора;

- сроки начала и завершения работ по договору;

- порядок и условия расчетов и платежей;

- обязательства сторон по договору;

- производство работ;

- приемка работ;

- поручительства и гарантии по договору;

- меры ответственности сторон за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств;

- условия и порядок расторжения договора.

По договоренности сторон статьи договора могут быть дополнены и изменены исходя из специфики строящегося объекта, его месторасположения и других условий.

Подрядчик может по согласованию с заказчиком (если это предусмотрено условиями договора) привлекать для выполнения комплекса или вида работ (сантехнических, электромонтажных, благоустройство территории и др.) другие организации, в частности субподрядчиков, заключая с ними договоры субподряда. В таком случае ответственность перед заказчиком за выполнение всех работ в сроки, предусмотренные договором строительного подряда, и с надлежащим качеством принимает на себя подрядчик. В этих условиях подрядчик будет выступать перед заказчиком в качестве генерального подрядчика, а перед субподрядчиками — в качестве заказчика.

В строительной практике заказчик заключает договор обычно с одним подрядчиком, именуемым генеральным, который выполняет основную часть работ и принимает на себя обязательство по координации работ и ответственность за своевременное и качественное выполнение всего комплекса работ, предусмотренных договором. Он привлекает для выполнения отдельных видов и комплексов работ организации субподрядчиков. Подрядчик может принять на себя обязательство по обеспечению строительства всеми видами материальных ресурсов и оборудования. Если заказчик помимо основного договора подряда заключает другие договоры на выполнение отдельных видов и комплексов работ, необходимых для сооружения объекта, то коор-

динацию работ, предусмотренных основным договором, с работами, предусмотренными другими договорами, обеспечивает заказчик, поскольку он несет ответственность за своевременное завершение всех работ по сооружению объекта.

Заказчик может заключать и отдельные договоры с подрядчиками на выполнение фиксированных объемов строительно-монтажных работ с поставкой или без поставки оборудования, разовые договоры на поставку и монтаж оборудования, на строительство отдельных зданий и сооружений и другие договоры.

По отдельному договору каждый подрядчик несет ответственность перед заказчиком только по своим прямым обязательствам, а заказчик координирует деятельность каждого подрядчика, чтобы разные исполнители не препятствовали друг другу и выполняли свои работы и поставки в необходимой последовательности. Для генерального подрядчика отдельным договором является договор субподряда. В случаях, предусмотренных договором, подрядчик может принять на себя ответственность по обеспечению эксплуатации объекта после сдачи его заказчику на период, предусмотренный в договоре. Подрядчик несет риск случайной гибели объекта строительства, составляющего предмет договора подряда, до приемки этого объекта заказчиком. Если объект строительства до приемки его заказчиком утрачен или поврежден вследствие низкого качества представленных заказчиком материалов, конструкций или исполнения неправильных указаний заказчика, то подрядчик вправе требовать оплаты всех выполненных им работ (по сметной стоимости).

Подрядчик обязан вести строительство и связанные с ним работы в соответствии с технической документацией, которая определяет объем, содержание работ и другие, предъявляемые к ним требования, и со сметой, подтверждающей стоимость (цену) работ. Как правило, подрядчик обязан выполнять все строительно-монтажные работы, зафиксированные в технической документации и смете.

Договором строительного подряда должны быть определены состав и содержание технической документации, а также сроки и обязанности сторон по ее представлению. Подрядчик, обнаруживающий в ходе строительства не учтенные в технической документации работы, которые подлежат дополнительному выполнению, обязан сообщить об этом заказчику. При неполучении от последнего ответа на свое сообщение в течение 10 дней подрядчик обязан приостановить соответствующие работы и отнести убытки, вызванные простоем, на счет заказчика. Заказчик освобождается от возмещения данных убытков, если аргументирует отсутствие необходимости в осуществлении дополни-

тельных работ. При согласии заказчика на проведение и оплату дополнительных работ подрядчик может отказаться от их выполнения только в случаях, когда они не входят в сферу его профессиональной деятельности либо не могут быть выполнены подрядчиком по не зависящим от него причинам. Заказчик вправе вносить изменения в техническую документацию при обязательном условии, если вызываемые этим дополнительные работы не превышают 10% указанной в смете общей стоимости строительства и не меняют характера зафиксированных в договоре работ. Внесение в техническую документацию изменений сверх 10% общей стоимости работ производится на основании согласованной сторонами дополнительной сметы.

Подрядчик вправе потребовать от заказчика пересмотра сметы, если по не зависящим от него причинам стоимость работ превысила смету не менее чем на 10%. Подрядчик может также требовать возмещения разумных расходов, которые понесены им на устранение дефектов в технической документации.

Обязанность по обеспечению строительства объекта материалами или оборудованием несет подрядчик, если договором строительного подряда не предусмотрено возложение данных обязанностей на заказчика.

Заказчик оплачивает выполненные подрядчиком работы в размере, предусмотренном сметой, в сроки и в порядке, которые определены договором строительного подряда. Этим договором может быть предусмотрена оплата работ одновременно и в полном объеме после приемки объекта застройщиком. Расчеты можно осуществлять также по конструктивным элементам за выполнение отдельных работ или их отдельных этапов. Стороны вправе согласовать размеры резервирования средств для финансовых гарантий и порядок их перечисления.

В договоре целесообразно предусматривать условия, при которых заказчик имеет право задержать оплату выполненных работ подрядчику в случае:

- неустранения выявленных в работе дефектов;
- причинения ущерба заказчику;
- отставания выполнения работ от объемов, предусмотренных графиком их производства, и т.д.

Окончательный расчет производится заказчиком после выполнения подрядчиком всех работ по договору, включая и устранение дефектов, выявленных при приемке объекта, с зачетом ранее перечисленных подрядчику средств и суммы средств финансовых гарантий, если они были предусмотрены в договоре подряда. Заказчик вправе

осуществлять контроль и надзор за ходом и качеством выполняемых работ, соблюдением сроков их выполнения (графиком), качеством представленных подрядчиком материалов, а также правильностью использования последним материалов заказчика.

Договором строительного подряда может быть предусмотрена обязанность стороны, на которой лежит риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства, застраховать соответствующие риски. Сторона, на которую возложена обязанность по страхованию, должна представить другой стороне доказательства заключения ею договора страхования на условиях, зафиксированных в договоре строительного подряда. В состав такого доказательства включают необходимые сведения о страховщике, размере страховой суммы и застрахованных рисках. Страхование не освобождает страхователя от обязанности принять надлежащие меры для предотвращения наступления страхового случая.

4.2. СТАДИИ ПРОЕКТИРОВАНИЯ

Схема процесса проектирования зависит от типа объекта, числа стадий и степени детализации объекта. На практике проектирование можно осуществлять в одну или две стадии. Как правило, проекты крупных жилых, общественных и промышленных зданий составляют в две стадии (проект и рабочая документация). При сложном и дорогостоящем объекте сначала разрабатывается технический проект, затем рабочие чертежи. Если объект небольшой и несложный, то проектирование ведется в одну стадию: разработка технического проекта и разработка рабочих чертежей совмещаются. В одну стадию (рабочий проект) разрабатывают проекты индивидуальных жилых и общественных зданий при условии, что это технически несложные объекты, а также проекты типовых зданий.

Проектирование сложных объектов, как правило, осуществляют специализированные проектные организации (институты), которые по своей специфике могут быть отраслевыми и межотраслевыми.

Проект при двухстадийном проектировании необходим для анализа и оценки архитектурно-планировочного решения (объемы, фасады, планы), предусматриваемого инженерного оборудования, рассмотрения проблем организации строительства, сметной стоимости и ключевых технико-экономических показателей для установления возможности и целесообразности сооружения объекта. Утвержденный надлежащим образом проект служит исходной базой для составления рабочей документации. Последнюю разрабатывают для

выполнения строительно-монтажных работ по запроектированному объекту.

На основании рабочих чертежей составляются локальные и сводные ведомости потребности в материальных ресурсах, а также локальные и объектные сметы, входящие в состав рабочей документации. Рабочий проект разрабатывают на основании утвержденного задания на проектирование, выдаваемого заказчиком проектной организации. Он представляет собой проект, совмещенный с рабочей документацией.

В состав сметной документации могут входить:

- локальные сметы (сметные расчеты) на отдельные виды работ, которые необходимо выполнить по данному объекту;

- объектные сметы (сметные расчеты) на объект в целом, где объединены данные из локальных смет;

- сметные расчеты на отдельные виды затрат, необходимые для случаев, когда нужно установить по стройке в целом размер средств, требующихся для покрытия расходов, не учтенных сметными нормативами;

- сводный сметный расчет стоимости строительства, предназначенный для планирования капитальных вложений и открытия финансирования строительства в соответствующих банках. В него со ссылкой на номер документа включают отдельными строками итоги по всем объектным сметам на отдельные виды затрат. Сводный сметный расчет составляют в текущих или прогнозных ценах;

- сводка затрат — это сметный документ, характеризующий стоимость строительства в случаях, когда за счет средств на строительство производственных объектов разрабатывают проектно-сметную документацию на объекты жилищно-гражданского назначения, базы строительной индустрии, объекты социальной сферы, бытового обслуживания населения и др. Например, сводка затрат может составляться при строительстве крупных предприятий в отдаленных и неосвоенных районах, где отсутствует база стройиндустрии, а также при освоении новых нефтегазовых месторождений в районах Крайнего Севера, Сибири и Дальнего Востока.

Существуют стадии проектирования.

1. *Технико-экономическое обоснование* строительства (ТЭО) или *техничко-экономический расчет* стоимости строительства (ТЭР). По этим параметрам определяют экономическую целесообразность проектирования и строительства объектов или расширения и реконструкции действующего предприятия. На предпроектной стадии осуществляют также топографические и геологические изыскания на строительной площадке.

В ТЭО приводятся такие сведения, как характеристика будущего предприятия, его мощность, номенклатура выпускаемой продукции, ее конкурентоспособность, обоснование намечаемого района и пункта строительства, сведения о производственном кооперировании с другими предприятиями, рынок сбыта, необходимая величина капитальных вложений и др. За последние годы во многих случаях вместо ТЭО стал разрабатываться *бизнес-план*;

2. *Технический проект* (устанавливает основные проектные решения, определяет общую сметную стоимость строительства и основные технико-экономические показатели будущего предприятия).

Технический проект промышленного предприятия составляют:

- а) экономическая часть;
- б) генеральный план и транспорт;
- в) технологическая часть;
- г) строительная часть;
- д) организация строительства;
- е) сметная документация.

Технический проект со сводным сметно-финансовым расчетом после его утверждения в установленном порядке служит основанием для финансирования строительства, заказа основного оборудования и разработки рабочих чертежей.

3. *Рабочие чертежи*, которые выполняются на основе технического проекта.

Для успешного строительства зданий и сооружений или их комплексов разрабатываются проектные материалы по организации строительства. Проектная документация по организации строительного производства делится на две части:

- 1) проект организации строительства;
- 2) проект производства работ.

4.3. ПРОЕКТ ОРГАНИЗАЦИИ СТРОИТЕЛЬСТВА

Проект организации строительства и проект производства работ должны составляться на прогрессивных инженерных решениях и основываться на индустриализации строительства, совершенствовании методов и форм его организации.

Объем проектной документации и степень ее детализации обусловлены характером строящегося объекта и сложностью условий или методов строительства. В практике строительства различают объекты сложные, средней сложности и несложные.

Проект организации строительства должен разрабатываться одновременно с подготовкой других частей рабочего проекта для увяз-

ки проектных решений с вопросами организации строительства и производства работ.

В состав проекта организации строительства включаются:

- календарный план строительства, в котором указываются очередность и сроки строительства объектов, пусковых комплексов и работ подготовительного периода с распределением капитальных вложений и объемов строительно-монтажных работ;

- строительный генеральный план с расположением постоянных и временных сооружений и зданий, постоянных и временных автомобильных и железных дорог, основных инженерных коммуникаций, складов, монтажных кранов и средств механизации, объектов производственной базы;

- схемы возведения основных зданий и сооружений с описанием методов производства сложных строительно-монтажных работ;

- ведомости объемов работ с выделением работ по объектам и пусковым комплексам;

- графики потребности в материалах и конструкциях, машинах и механизмах, рабочих кадрах;

- пояснительная записка с характеристикой строительства, необходимыми обоснованиями методов производства сложных строительно-монтажных работ, потребности в машинах, механизмах, складском хозяйстве, транспортных средствах, энергетических ресурсах, строительных материалах и кадрах;

- рекомендации по структуре управления строительством, набору инвентарных зданий и сооружений, обслуживающих строительство;

- основные технико-экономические показатели — себестоимость строительно-монтажных работ, стоимость основных производственных фондов и оборотных средств, продолжительность строительства, трудоемкость работ, сравнительная экономическая эффективность вариантов производства работ.

При разработке проекта организации строительства должна быть использована типовая проектная документация по организации и производству работ:

- технологические карты и схемы на отдельные виды работ;

- карты трудовых процессов; схемы комплексной механизации;

- эталоны проекта организации строительства и др.

Проект организации строительства согласовывается и утверждается одновременно с утверждением проекта в установленном порядке.

4.4. ПРОЕКТ ПРОИЗВОДСТВА РАБОТ

Проект производства работ составляется строительно-монтажной организацией или специализированными, предназначенными для оказания технической помощи и внедрения новых достижений трестами. Проект производства работ согласовывается с генеральным подрядчиком или субподрядчиком в зависимости от того, кем он разработан. Для особо сложных зданий или сооружений проект производства работ должен составляться проектной организацией с разработкой конструкций, необходимых при возведении здания или сооружения. Проект производства работ разрабатывается на каждый этап строительства.

В состав проекта производства работ подготовительного периода включаются:

- календарный план производства работ в виде линейного или сетевого графика;
- график поступления необходимых строительных конструкций, деталей, полуфабрикатов, основных материалов и оборудования;
- строительный и генеральный планы всей площадки строительства с уточненным расположением временных сооружений, внеплощадочных и внутриплощадочных коммуникаций и сетей с подводкой их к местам потребления;
- рабочие чертежи привязки типовых временных сооружений;
- краткая пояснительная записка.

В состав проекта производства работ для объектов включаются:

- календарный план производства работ (для несложных объектов) или комплексный сетевой график (для сложных объектов), в которых устанавливаются последовательность и сроки выполнения работ, потребности в ресурсах, сроки поставки оборудования;
- строительный генеральный план с расположением приобъектных постоянных и временных транспортных путей, сетей водоснабжения, канализации, электроснабжения, теплоснабжения, административно-хозяйственной и диспетчерской связи, монтажных кранов, механизированных установок, временных инвентарных зданий, сооружений и устройств, используемых для нужд строительства;
- график поступления на объект строительных конструкций, деталей, полуфабрикатов, материалов, оборудования;
- сводный график потребности в рабочих кадрах и основных строительных машинах;
- технологические карты на сложные работы и работы, выполняемые новыми методами, а на остальные работы — типовые технологические карты, привязанные к объекту и местным условиям;

- карты трудовых процессов;
- мероприятия по технике безопасности;
- краткая пояснительная записка с расчетами материальных ресурсов и обоснованием принятых решений.

Большое значение для совершенствования методов и приемов труда имеют карты трудовых процессов, являющиеся обязательной технологической документацией по организации труда в бригадах и звеньях. В них приводятся наиболее прогрессивные методы и приемы труда, применяемые при выполнении отдельных видов работ.

Карты трудовых процессов имеют единую форму и содержат следующие разделы:

- назначение и эффективность применения карты;
- исполнители;
- предметы и орудия труда;
- условия и подготовка процесса;
- приемы труда.

4.5. ПРОЕКТНО-СМЕТНАЯ ДОКУМЕНТАЦИЯ

Для определения сметной стоимости проектируемых предприятий или их очередей подготавливаются:

- а) в составе рабочего проекта:
 - сводный сметный расчет,
 - сводка затрат,
 - объектные и локальные сметы,
 - сметы на проектные и изыскательские работы;
- б) в составе рабочей документации — объектные и локальные сметы.

В сметной документации под **объектом**, стоимость которого определяется объектной сметой, понимается отдельное здание или сооружение с оборудованием, мебелью, инвентарем, внутренними сетями и др.

Объектные сметы составляются по рабочим чертежам. Сметная стоимость объектов определяется по прейскурантам, укрупненным сметным нормам, укрупненным расценкам и привязанным к местным условиям строительства сметам к типовым и повторно применяемым экономичным индивидуальным проектам, а при отсутствии данного вида норм и смет — по единичным расценкам на строительные работы и расценкам на монтаж оборудования.

Локальные сметы составляются на отдельные виды строительных и монтажных работ, локальные сметные расчеты — по формам локальных смет.

Смета состоит из прямых затрат, накладных расходов и плановых накоплений.

Прямые затраты складываются: из стоимости строительных материалов с доставкой их к месту строительства и необходимыми затратами на упаковку, хранение, перегрузку; основной заработной платы рабочего персонала, непосредственно занятого на строительстве; стоимости эксплуатации машин с затратами на горюче-смазочные материалы, ремонт и обслуживание; на перебазирование и амортизационные отчисления.

К *накладным расходам* относятся: расходы по содержанию административно-хозяйственного, технического и обслуживающего персонала; отчисления на содержание вышестоящих организаций; командировочные, почтово-телеграфные и другие хозяйственные расходы; все виды дополнительной заработной платы; отчисления на социальное страхование; расходы по санитарному и бытовому обслуживанию; расходы по организации производства работ (износ временных сооружений, инвентаря, приспособлений), содержанию на площадках проектных групп, испытанию материалов, сдаче работ и т.д.

Плановые накопления — плановая прибыль строительных организаций, используемая на их развитие и совершенствование, и т.д.

Сводный сметный расчет служит для определения стоимости строительства промышленных предприятий, зданий и сооружений. Его определяют на основе смет на отдельные объекты (объектные сметы), смет и сметных расчетов на отдельные виды работ и затрат (локальные сметы).

Сводный сметный расчет содержит следующие разделы:

- 1) подготовка территории строительства;
- 2) объекты основного производственного назначения;
- 3) объекты подсобного производственного обслуживающего назначения;
- 4) объекты энергетического хозяйства;
- 5) объекты транспортного хозяйства и связи;
- 6) внешние сети и сооружения водоснабжения, канализации, тепло- и газификации;
- 7) благоустройство территории предприятия;
- 8) временные здания и сооружения;
- 9) прочие работы и затраты;
- 10) содержание дирекции строящегося предприятия;
- 11) подготовка эксплуатационных кадров;
- 12) проектные и изыскательские работы.

Отдельной строкой в сводной смете выделяется резерв на непредвиденные работы и затраты.

В сводном сметном расчете предусматривают возвратные суммы, которые включают следующие статьи:

- амортизируемую в течение строительства часть стоимости временных зданий и сооружений за вычетом затрат на капитальный ремонт;

- стоимость временных зданий и сооружений;

- стоимость материалов, полученных от разборки временных зданий и сооружений, а также получаемых в порядке попутной добычи (лес, камень, песок и т.д.);

- балансовую стоимость оборудования, демонтируемого или используемого в других цехах.

Сводный сметный расчет сопровождается пояснительной запиской, в которой отражаются сведения о принятых способах определения сметной стоимости зданий и сооружений и отдельных видов работ, а также о территориальном районе, размерах накладных расходов и т.д.

4.6. УТВЕРЖДЕНИЕ И ЭКСПЕРТИЗА ПРОЕКТНО-СМЕТНОЙ ДОКУМЕНТАЦИИ

Государственная экспертиза является обязательным этапом инвестиционного процесса в строительстве и проводится с целью предотвратить строительство объектов, создание и использование которых не отвечает требованиям государственных норм и правил или наносит ущерб охраняемым законом правам и интересам граждан, юридических лиц и государства, а также для контроля за соблюдением социально-экономической и природоохранной политики.

При проведении государственной экспертизы необходимо руководствоваться законодательными и нормативными актами Российской Федерации, а также иными государственными документами, регулирующими инвестиционную деятельность в строительстве.

Проекты строительства до их утверждения подлежат государственной экспертизе независимо от источников финансирования, форм собственности и принадлежности объектов.

Заключение государственной экспертизы является обязательным документом для исполнения заказчиками, подрядными, проектными и другими заинтересованными организациями.

В необходимых случаях субъекты Российской Федерации и федеральные органы исполнительной власти могут разрабатывать

и утверждать региональные и отраслевые нормативные документы с учетом территориальных особенностей и отраслевой специфики проектов строительства.

Порядок проведения государственной экспертизы градостроительной документации устанавливается в отдельном нормативном документе.

Объем проектной документации и порядок ее представления на экспертизу. Проекты строительства представляются заказчиком в государственный экспертный орган, осуществляющий комплексную экспертизу в объеме, предусмотренном действующими нормативными документами на их разработку, в двух экземплярах вместе с исходной и разрешительной документацией, необходимыми согласованиями и заключением государственной экологической экспертизы (если документация не рассматривается совместно).

По объектам, строительство которых осуществляется за счет собственных финансовых ресурсов, заемных и привлеченных средств инвесторов, проектная документация представляется на экспертизу в объеме, необходимом для оценки проектных решений в части обеспечения безопасности жизни и здоровья людей, надежности возводимых зданий и сооружений, соответствия проектных решений утвержденной градостроительной документации и соблюдения установленного порядка согласования и утверждения проектов строительства. По просьбе заказчика проектная документация по таким объектам может рассматриваться как в полном объеме, так и по отдельным разделам, что определяется договором на проведение экспертизы.

Объем документации проектов строительства, подлежащих рассмотрению в порядке выборочного контроля, устанавливается экспертным органом. К представляемой документации прилагаются документы об утверждении проекта, заключение ранее рассматривавшего проект экспертного органа и справка о состоянии строительства (по строящимся объектам).

При необходимости экспертный орган по вопросам, относящимся к его компетенции, имеет право запросить у заказчика дополнительную информацию по рассматриваемому проекту строительства.

Комплектность представленных материалов, их соответствие требованиям действующих нормативных документов по составу проектной документации проверяется экспертным органом в пятидневный срок с даты их получения.

При установлении некомплектности проектной документации экспертный орган уведомляет заказчика о необходимости представления недостающих материалов. В этом случае экспертным органом

может быть также принято решение об отклонении от рассмотрения проекта строительства до его укомплектования.

При повторной экспертизе представляются:

- пояснительная записка к доработанному по замечаниям экспертного органа проекту строительства с уточненными технико-экономическими показателями;

- проектная документация, в которую внесены изменения и дополнения по результатам предыдущего рассмотрения.

Основные вопросы, подлежащие проверке при экспертизе.

При экспертизе проектов строительства проверяется:

- соответствие принятых решений обоснованию инвестиций в строительство объекта, другим предпроектным материалам, заданию на проектирование, а также исходным данным, техническим условиям и требованиям, выданным заинтересованными организациями и органами государственного надзора при согласовании места размещения объекта;

- наличие необходимых согласований проекта с заинтересованными организациями и органами государственного надзора;

- хозяйственная необходимость и экономическая целесообразность намечаемого строительства, обусловленные социальной потребностью в результатах функционирования запроектированного объекта, конкурентоспособностью его продукции (услуг) на внутреннем и внешнем рынках, наличием природных и иных ресурсов;

- выбор площадки (трассы) строительства с учетом градостроительных, инженерно-геологических, экологических и других факторов и согласований местных органов управления в части землепользования, развития социальной и производственной инфраструктуры территорий, результатов сравнительного анализа вариантов размещения площадки (трассы);

- обоснованность определения мощности (вместимости, пропускной способности) объекта исходя из принятых проектных решений, обеспечения сырьем, топливно-энергетическими и другими ресурсами, потребности в выпускаемой продукции или предоставляемых услугах;

- достаточность и эффективность технических решений и мероприятий по охране окружающей природной среды, предупреждению аварийных ситуаций и ликвидации их последствий;

- обеспечение безопасности эксплуатации предприятий, зданий и сооружений и соблюдение норм и правил взрывопожарной и пожарной безопасности;

- соблюдение норм и правил по охране труда, технике безопасности и санитарным требованиям;

— достаточность инженерно-технических мероприятий по защите населения и устойчивости функционирования объектов в чрезвычайных ситуациях мирного и военного времени;

— наличие проектных решений по обеспечению условий жизнедеятельности маломобильных групп населения;

— оценка технического уровня намечаемого к строительству (реконструкции) предприятия (производства), его материало- и энергоемкости;

— обоснованность применяемой технологии производства на основе сравнения возможных вариантов технологических процессов и схем, выбор основного технологического оборудования;

— достаточность и эффективность технических решений по энергосбережению;

— оптимальность принятых решений по инженерному обеспечению, возможность и целесообразность использования автономных систем и вторичных энергоресурсов;

— наличие безотходного (малоотходного) производства на базе полного и комплексного использования сырья и отходов;

— обоснованность и надежность строительных решений (особенно при сооружении объекта в сложных инженерно-геологических условиях);

— оптимальность решений по генеральному плану, их увязка с утвержденной градостроительной документацией, рациональность решений по плотности застройки территории и протяженности инженерных коммуникаций;

— обоснованность принятых объемно-планировочных решений и габаритов зданий и сооружений исходя из необходимости их рационального использования для размещения производств и создания благоприятных санитарно-гигиенических и других безопасных условий работающим; эффективность использования площадей и объемов зданий;

— обеспечение архитектурного единства и высокого уровня архитектурного облика зданий и сооружений, соответствие их градостроительным требованиям в увязке с существующей застройкой;

— оценка проектных решений по организации строительства;

— достоверность определения стоимости строительства;

— оценка эффективности инвестиций в строительство объекта и условий его реализации.

Заключение по экспертизе проектов строительства. По результатам экспертизы составляется заключение. Экспертный орган, осуществляющий комплексную экспертизу, подготавливает сводное экс-

пертное заключение по проекту строительства в целом с учетом заключений государственных экспертиз, принимавших участие в рассмотрении проекта.

Экспертное заключение должно содержать:

- краткую характеристику исходных данных, условий строительства и основных проектных решений, а также технико-экономические показатели проекта строительства;

- конкретные замечания и предложения по принятым проектным решениям, изменения и дополнения, внесенные в процессе экспертизы, ожидаемый эффект от их реализации (с количественной оценкой);

- общие выводы о целесообразности инвестиций в строительство с учетом экономической эффективности, экологической безопасности, эксплуатационной надежности, конкурентоспособности продукции и социальной значимости объекта;

- рекомендации по дополнительной детальной проработке отдельных проектных решений при последующем проектировании;

- рекомендации об утверждении (при отсутствии серьезных замечаний, ведущих к изменению проектных решений и основных технико-экономических показателей) или отклонении проекта.

По утвержденным проектам, рассматриваемым в порядке выборочного контроля, делается вывод об одобрении или необходимости доработки документации (по объектам, находящимся в стадии строительства, указываются виды работ, которые могут выполняться до доработки проектной документации).

При выявлении в результате экспертизы грубых нарушений нормативных требований, которые могут повлечь за собой снижение или потерю прочности и устойчивости зданий и сооружений или создать иные аварийные ситуации, экспертным органом вносится предложение о применении в установленном порядке к организациям — разработчикам проектной документации штрафных санкций или о приостановлении (аннулировании) действия выданных им лицензий.

Заключение утверждается руководителем экспертного органа и направляется заказчику или в утверждающую проект инстанцию.

При проведении совместной экспертизы заключение утверждается руководством экспертных органов, участвующих в рассмотрении проекта строительства.

В конкретных экспертных органах может быть принят иной порядок оформления экспертного заключения, однако в любом случае подпись руководителя экспертного органа, утверждающего выводы экспертизы, обязательна.

Сроки проведения экспертизы. Сроки проведения комплексной государственной экспертизы проектов строительства принимаются в зависимости от ее трудоемкости и, как правило, не должны превышать 45 дней. В отдельных случаях, при рассмотрении проектов строительства особо крупных и сложных объектов срок может быть увеличен по решению руководства экспертного органа.

Сроки рассмотрения в органах экспертизы откорректированной по ее заключениям документации не должны превышать 30 дней.

Сроки проведения экспертизы проектов строительства, осуществляемого за счет собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов, заемных и привлеченных средств инвесторов, устанавливаются договором.

Продолжительность подготовки заключений по отдельным разделам и вопросам не должна, как правило, превышать 50% продолжительности комплексной экспертизы проекта строительства.

Сроком начала экспертизы считается дата утверждения руководством экспертного органа плана ее проведения (или подписания договора на экспертизу), а окончания экспертизы — дата отправки заключения заказчику или утверждающей проект инстанции.

4.7. ОСОБЕННОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ

Переход России на рыночные отношения существенно повлиял на все составные части экономической политики, в том числе и на политику в области ценообразования. Политика ценообразования в строительстве является составной частью общей ценовой политики и исходит из общих для всех отраслей принципов ценообразования. В то же время механизм ценообразования в строительстве имеет специфические особенности:

1) многообразие строительной продукции. Каждый объект строительства имеет свои особенности, в определенной мере он неповторим. Даже у объектов, строящихся по типовому проекту, есть свои особенности, так как они привязываются к определенной местности. Из этой особенности вытекает, что каждый строительный объект имеет свою индивидуальную цену;

2) длительность производственного цикла строительства. Эта особенность проявляется в том, что в условиях инфляции проектная цена может не совпадать с фактической. Эта же особенность заставляет всех заинтересованных участников инвестиционного процесса учитывать фактор времени при формировании цены на строительную продукцию;

3) высокая материалоемкость строительной продукции, что обуславливает необходимость систематически отслеживать цены на строительные материалы и определять, как они влияют на себестоимость, а следовательно, и на цену строительной продукции;

4) в формировании цены на строительную продукцию одновременно участвуют проектировщик, заказчик и подрядчик, каждый из которых преследует свои интересы.

Окончательной ценой на строительную продукцию является согласованная и компромиссная цена между заинтересованными юридическими лицами.

4.8. СМЕТНАЯ СТОИМОСТЬ СТРОИТЕЛЬСТВА

Сметная стоимость строительства — сумма денежных средств, необходимых для его осуществления в соответствии с проектом, определяется проектной организацией по поручению заказчика (инвестора) в ходе разработки проектной документации.

Для определения сметной стоимости строительства предприятий, зданий и сооружений (или их очередей) составляется следующая документация:

а) в составе проекта — сводный сметный расчет стоимости строительства и (при необходимости) сводка затрат; объектные и локальные сметные расчеты; сметные расчеты на отдельные виды затрат (в том числе на проектные и изыскательские работы);

б) в составе рабочей документации — объектные и локальные сметы.

Основанием для определения сметной стоимости строительства служат:

- проект и рабочая документация, включая чертежи; ведомости объемов строительных и монтажных работ; спецификации и ведомости на оборудование; основные решения по организации и очередности строительства, принятые в проекте организации строительства, а также пояснительные записки к проектным материалам;

- действующая сметно-нормативная база.

В случаях когда отсутствуют необходимые сметные нормы, а также для специализированных строений в составе проекта могут использоваться индивидуальные сметные нормы.

Сводный сметный расчет стоимости строительства предприятий, зданий и сооружений или их очередей является документом, определяющим сметный лимит средств, необходимых для полного завершения строительства всех объектов, предусмотренных проектом.

Утвержденный сводный сметный расчет стоимости строительства служит основанием для определения лимита капитальных вложений и открытия финансирования строительства.

Сметная стоимость используется для определения капитальных вложений, финансирования строительства, формирования свободных (договорных) цен на строительную продукцию, расчетов за выполнение подрядных строительно-монтажных работ. На базе сметной стоимости определяется балансовая стоимость вводимых в действие основных фондов по построенным предприятиям, зданиям и сооружениям.

Сметная стоимость строительства в соответствии с технологической структурой капитальных вложений и порядком осуществления деятельности строительно-монтажных организаций определяется по следующим элементам:

- строительные работы;
- работы по монтажу оборудования (монтажные работы);
- затраты на приобретение (изготовление) основного и вспомогательного технологического оборудования, мебели, инвентаря;
- прочие затраты (проектно-изыскательские и научно-исследовательские работы, подготовка эксплуатационных кадров, содержание службы заказчика-застройщика).

4.9. СОСТАВ СВОБОДНОЙ (ДОГОВОРНОЙ) ЦЕНЫ, ПОРЯДОК ЕЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ

Сметная стоимость строительства является основой для определения договорной цены между заинтересованными лицами (заказчиком и подрядчиком). Договорная цена формируется с учетом спроса и предложений на строительную продукцию, договорных условий на рынке труда, конъюнктуры стоимости материалов, применяемых машин и оборудования, решения вопросов развития строительной базы подрядных организаций и социальной сферы, получения ими необходимой прибыли, обеспечивающей расширенное воспроизводство.

Договорная цена устанавливается на момент заключения договора между сторонами. Но строительство — длительный процесс, могущий продолжаться несколько лет; за это время экономическая ситуация в стране (инфляция, изменение цен, банковского процента и т.п.) может существенно измениться и к завершению строительства договорная цена уже не будет отражать реальную действительность. Поэтому договаривающиеся стороны корректируют договорную и устанавливают компромиссную цену реализации строительного объекта.

4.10. ПОДРЯДНЫЕ ТОРГИ

В международной практике капитального строительства выбор подрядчиков осуществляется на конкурсной основе путем проведения торгов. По сравнению с прямыми двусторонними договорами торги создают условия конкуренции между подрядными строительными фирмами и позволяют заказчику выбрать наиболее выгодные предложения с точки зрения как цены, так и других коммерческих и технических условий.

Существуют две формы торгов: закрытые и открытые. При закрытых торгах заказчик для участия в торгах приглашает несколько уже известных ему фирм, из которых он выбирает ту, которая дает наиболее приемлемые для него предложения. При открытых торгах заказчик дает объявление в открытой печати о приглашении всех желающих принять участие в торгах.

Организация проведения торгов следующая: заказчик в открытой или закрытой форме уведомляет претендентов о намерении объявить торги на проектирование или строительство объекта, поставки оборудования и приглашает желающих принять в них участие. Этот документ именуется «приглашением к торгам». К началу объявления торгов заказчик собственными силами или с помощью инженера-консультанта разрабатывает комплект документации, в котором излагаются основные идеи предмета торгов и характер коммерческих условий. Если речь идет о строительстве объекта, документация содержит детальное описание объекта, технические требования, необходимый объем графических материалов, коммерческие условия, проект контракта, что позволяет подрядчику правильно оценить стоимость строительства, а в дальнейшем (в случае присуждения подряда) составлять рабочую документацию и осуществлять строительство. Комплект такой документации называется **тендером**.

При объявлении торгов заказчик назначает точную дату рассмотрения предложений. Для этого создается тендерный комитет из независимых высококвалифицированных специалистов. Тендерная документация выкупается за определенную, как правило, незначительную плату. При подаче документов в тендерный комитет для подтверждения серьезности своих намерений каждый претендент вносит залог, как правило, в среднем 2% от суммы предложения. Если предложение отклоняется, то залоговая сумма претенденту возвращается.

Процедура торгов следующая: в назначенный день и час вскрываются конверты с предложениями, но в связи с тем, что предложения содержат большой объем информации, в этот день дается объявление

обо всех участниках торгов и о претендентах, допущенных к дальнейшему рассмотрению. Решение о присуждении заказа обычно принимается через несколько месяцев после изучения предложений, проверки кредитоспособности претендентов, определения их производственных возможностей. Заявленная претендентом низкая цена не является гарантией того, что ему будет присуждена победа. При рассмотрении предложений обычно учитывают комплекс вопросов — коммерческих, финансовых, технических, состояние фирмы-претендента и т.п.

Фирма, получившая подряд с торгов, заключает с заказчиком контракт, в котором оговариваются стоимость, вид валюты, условия платежей, сроки выполнения работ, формы урегулирования споров, законодательные положения, различного рода санкции, виды страхования, особые условия.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Назовите состав сметной документации.
2. Сформулируйте финансовые взаимоотношения между заказчиком и проектировщиком.
3. Охарактеризуйте содержание договора строительного подряда.
4. В чем состоит ответственность подрядчика по договору строительного подряда?
5. Сформулируйте основные функции застройщика по договору строительного подряда.
6. Что такое договор подряда на капитальное строительство?
7. Как организуются подрядные отношения в строительстве?
8. Каковы проектно-сметная документация и порядок ее разработки?
9. В чем заключается организация проектирования и подрядных отношений в строительстве?
10. Назовите обязанности проектировщика.
11. Назовите обязанности заказчика.
12. Назовите стадии проектирования.
13. Что такое технико-экономическое обоснование строительства?
14. Из каких частей состоит технический проект промышленного предприятия?
15. Что такое проект организации строительства?
16. Что такое проект производства работ?

17. Что понимается под экспертизой проектно-сметной документации?
18. Назовите основные вопросы, подлежащие проверке при экспертизе.
19. Охарактеризуйте особенности ценообразования в строительстве.
20. Что такое сметная стоимость строительства?
21. Каковы состав свободной (договорной) цены и порядок ее определения?
22. Что такое подрядные торги?

ТЕМА 5

ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. ЦЕННАЯ БУМАГА КАК ПРЕДСТАВИТЕЛЬ КАПИТАЛА

В современных условиях все ценные бумаги — это, в конечном счете, представители определенных видов функционирующего капитала: товарного, денежного или производительного. Каждая ценная бумага в зависимости от направлений использования капитала, полученного взамен нее или представителем которого она является, может выражать одновременно разные части функционирующего капитала или даже их комбинации.

Поскольку ценная бумага есть представитель капитала, то ее владелец ни в коей мере не утрачивает связи с капиталом. Эта связь теперь выражается в ценной бумаге, а не в непосредственном обладании капиталом. Лицо, получившее в свое распоряжение капитал, может использовать его и как ссудный, и как товарный, и как промышленный. Лицо, получившее в обмен на свой капитал ценную бумагу, использовало последнюю как форму для вложения ссудного капитала.

Капитализация ценной бумаги. Ценная бумага не просто представитель капитала, а представитель капитала, приносящего доход. Капитализация дохода приводит к тому, что приносящий доход актив, т.е. в данном случае сама ценная бумага, получает денежную оценку, или рыночную цену. Из простого представителя капитала ценная бумага превращается в капитал, сама становится одной из форм существования капитала, самостоятельным его видом. Это уже производный капитал, т.е. совокупность различного рода притязаний на действительный капитал: деньги, товары, оборудование, имущество, технологии, системы транспорта и связи и т.п.

Ценная бумага — это не деньги и не материальный товар. Ее ценность состоит в тех правах, которые она дает своему владельцу. Последний обменивает свой товар или свои деньги на ценную бумагу только в том случае, если уверен, что эта бумага ничуть не хуже, а даже лучше и удобнее, чем сами деньги или товар. **Ценная бумага** — это особая форма существования капитала наряду с его существованием в денежной, производительной и товарной формах, при которой у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются имущественные права на него, которые и зафиксированы в форме ценной бумаги.

Последняя позволяет отделить собственность на капитал от собственно капитала и включить последний в рыночный процесс в формах, необходимых для самой экономики.

Ценная бумага — представитель капитала, но для ее владельца она не всегда есть капитал. Это имеет место в том случае, когда она не приносит дохода, например, если владелец чека получает причитающуюся по нему в банке сумму денег или владелец складского свидетельства просто получает соответствующий товар со склада.

Диалектика развития капитала состоит в том, что сначала действительный капитал порождает свою видимость — ценные бумаги, а они в свою очередь превращаются в новый капитал, но уже как производный, а не действительный.

Тенденция к увеличению действительного и производного капитала. Действительный и производный капитал — две стороны одного и того же общественного капитала. Но каждый из них развивается по своим законам. Рост действительного капитала, в конечном счете, определяется наличием материальных и трудовых ресурсов, с одной стороны, и потребностями общества — с другой. Его увеличение объективно связано с общественным прогрессом.

Рост производного (бумажного) капитала, находящего свое отражение в рыночной цене ценных бумаг, имеет спекулятивный характер, нацеленный на максимизацию дохода от обращения этих бумаг. Благодаря производному капиталу, т.е. ценным бумагам, общественный капитал получает возможность неограниченно самовозрастать, выходить за пределы реально функционирующего капитала.

Пределы увеличения производного капитала. Возрастание капитала в форме ценных бумаг за количественные пределы реально функционирующего капитала, первоначальной видимостью которого он является, не может происходить непрерывно и безгранично, так как только действительный капитал создает материальную основу всех видов доходов, в том числе и от ценных бумаг. Опережающий рост производного капитала по сравнению с действительным становится причиной систематических скачкообразных изменений размеров данного капитала.

5.2. ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Как и любой товар, ценная бумага имеет потребительную стоимость и стоимость для своего владельца.

Потребительная стоимость ценной бумаги — это совокупность имущественных и неимущественных прав, которыми она наделена.

Потребительная стоимость находит свое выражение в тех правах, которые присущи конкретной ценной бумаге по закону и по воле лица, выпустившего ее. В отличие от обычного товара, потребительная стоимость которого вытекает из его вещной, или материальной, природы, потребительная стоимость ценной бумаги не имеет материальной основы, а происходит из взаимоотношений между владельцем ценной бумаги и лицом, обязанным по ней. Несмотря на то что эти отношения закрепляются законодательно, их осуществление всегда сопряжено с возможностью (вероятностью) нарушения, неполного соблюдения и т.п.

Качество ценной бумаги — это мера реализации прав, которыми наделена ценная бумага, или мера ее потребительной стоимости.

Качество ценной бумаги находит свое отражение, прежде всего, в следующем:

- в ликвидности ценной бумаги, т.е. мере воплощения ее права на переход от одного владельца к другому;

- обращаемости, т.е. мере воплощения ее права выступать самостоятельным платежным инструментом, облегчающим обращение других товаров;

- доходности ценной бумаги, т.е. мере воплощения ее права на получение дохода ее владельцем;

- риске ценной бумаги, т.е. неопределенности, неизвестности, связанной с осуществлением прав (в первую очередь прав на доход и на обращение), которыми она наделена.

Ликвидность ценной бумаги — это сочетание права на передачу ее от одного владельца к другому с осуществимостью этого права. Она находит свое выражение в перечне разрешенных форм перехода прав собственности на нее (например, бывает, что купля-продажа ценной бумаги ограничена), в объемах и сроках этого перехода и т.д.

Обращаемость — способность ценной бумаги вызывать спрос и предложение (покупаться и продаваться) на рынке, а иногда выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

Доход по ценной бумаге — это доход, который она приносит в абсолютном (абсолютная доходность) или относительном (относительная доходность) выражении за определенный период времени, обычно в расчете на год.

Доход по ценной бумаге распадается на два вида:

- 1) доход от ценной бумаги как титула капитала, или начисляемый доход;

- 2) доход от ценной бумаги как капитала, или дифференциальный доход.

Первый есть часть дохода, создаваемого действительным капиталом, поэтому начисляемый доход, по сути, есть действительный доход как часть произведенной прибавочной стоимости; второй вид дохода является доходом от капитала, функционирующего как фиктивный капитал, т.е. этот доход есть чистое перераспределение уже существующей стоимости.

На практике используются такие базовые экономические понятия доходности:

— **текущая** — это доходность, определяемая на базе начисляемого дохода или обоих видов доходов за период до одного года или от краткосрочной операции;

— **полная** — доходность, которая учитывает сразу оба вида дохода по ценной бумаге за длительный период времени, но в расчете на год.

Показатели доходности различаются:

— по методам их расчета;

— степени учета в них других экономических показателей (например, инфляции, налогов и т.п.);

— временному интервалу (отчетные, текущие, прогнозные);

— совокупности ценных бумаг (доходность отдельной ценной бумаги, группы (портфеля) ценных бумаг, рынка ценных бумаг, т.е. всех ценных бумаг в целом) и т.д.

Риск по ценной бумаге. Риск — важнейший наряду с доходностью показатель качества ценной бумаги. **Риск** — это неизвестная степень осуществимости прав или целей владельца ценной бумаги, или, наоборот, неизвестная степень их неосуществимости. В соответствии с основными правами, предоставляемыми ценной бумагой, существуют риск доходности, риск ликвидности и др.

Риск отдельной ценной бумаги и риск портфеля ценных бумаг. Поскольку права по той или иной конкретной ценной бумаге объективно вступают в противоречие с правами по другой ценной бумаге (например, увеличение дохода по одной ценной бумаге может быть связано с замедлением роста дохода по другой; рост покупок одной ценной бумаги, т.е. повышение ее ликвидности, может вести к уменьшению оборота (ликвидности) какой-то другой ценной бумаги и т.д.), риск совокупности (портфеля) ценных бумаг не есть простая сумма рисков входящих в нее ценных бумаг, а риск рынка в целом не есть арифметическая сумма рисков всех составляющих его ценных бумаг или их портфелей.

Понятие риска существует в трех формах:

1) риск отдельной ценной бумаги;

2) риск портфеля ценных бумаг, т.е. риск совокупности ценных бумаг, находящихся в собственности данного владельца;

3) рыночный риск, т.е. риск, свойственный рынку ценных бумаг в целом.

Собственный риск ценной бумаги и внешний риск. Осуществление прав по ценной бумаге зависит, с одной стороны, от лица, обязанного по ней, а с другой — от факторов, не зависящих от него, поскольку все, что связано с существованием ценной бумаги, регулируется еще и государством. Кроме того, ценная бумага — это инструмент рынка ценных бумаг, но последний является лишь составной частью рынка в целом. Следовательно, риск ценной бумаги составляют:

— собственный риск ценной бумаги, заключающийся в неопределенности реализации прав по ней со стороны лица, обязанного по этой конкретной ценной бумаге;

— несобственный, или внешний, риск, который отражает неопределенность реализации прав по ценной бумаге по причинам, находящимся вне лица, обязанного по ней.

Риск конкретной ценной бумаги не остается постоянным. Он непрерывно изменяется в зависимости от состояния обязанного по ней лица и состояния (конъюнктуры) рынка ценных бумаг в целом.

Измерение риска. На практике всегда имеет место какой-то средний уровень осуществления того или иного права, поэтому измерение риска основывается на расчетах отклонения показателя, характеризующего это право ценной бумаги, от его среднестатистического, или просто среднего значения. Обычно для этого используют показатели или расчеты, основывающиеся на среднеквадратическом отклонении, или дисперсии. Чем меньше размер отклонений от среднего уровня осуществимости того или иного права (т.е. чем меньше дисперсия), тем меньше риск, т.е. тем выше вероятность его осуществимости на среднем уровне или тем ниже вероятность фактической реализации права.

5.3. СТОИМОСТЬ И ЦЕНА ЦЕННОЙ БУМАГИ

Стоимость ценной бумаги и стоимость товара. Понятие стоимости ценной бумаги не совпадает с понятием стоимости обычного товара, так как ценная бумага не производится. Ее объективной экономической основой, или источником происхождения, является не труд непосредственно, а его абстрактная форма — капитал.

Двойственный характер стоимости ценной бумаги. Ценная бумага есть единство титула капитала (действительного капитала) и самого капитала (производного капитала), а потому в отличие от про-

стого товара, который имеет только одну стоимость — стоимость самого товара, ценная бумага обладает двумя стоимостями:

1) нарицательной стоимостью, или стоимостью в качестве представителя действительного капитала;

2) рыночной стоимостью, или стоимостью в качестве производного капитала.

Нарицательная стоимость ценной бумаги находит свое выражение в той сумме денег, которую ценная бумага представляет при обмене ее на действительный капитал на стадии ее выпуска или гашения. Эта сумма денег называется **номиналом ценной бумаги**.

Рыночная стоимость ценной бумаги возникает в результате капитализации ее имущественных прав, ибо благодаря этому процессу ценная бумага превращается в капитал, хотя и «бумажный».

Стоимость ценной бумаги как капитализация ее прав. Главное имущественное право в ценной бумаге заключается в праве на доход, поэтому стоимость ценной бумаги есть, прежде всего, капитализация дохода. Однако получение начисляемого дохода — не единственное право по ценной бумаге у ее владельца, остальные права тоже имеют то или иное основание в ее стоимости или являются стоимостнообразующими факторами. Поэтому абстрактная модель рыночной стоимости ценной бумаги имеет следующий вид:

$$C_{\text{уб}} = K_{\text{д}} + K_{\text{пр}},$$

где $C_{\text{уб}}$ — рыночная стоимость ценной бумаги;

$K_{\text{д}}$ — капитализация начисляемого дохода;

$K_{\text{пр}}$ — капитализация прочих прав по ценной бумаге.

Понятие капитализации. **Капитализация начисляемого дохода** — это частное от деления этого дохода на рыночную (обычно банковскую) процентную ставку. Капитализация позволяет рассчитывать величину капитала, который, будучи положен на депозит под эту процентную ставку, станет приносить доход, равный начисляемому доходу.

В отличие от права на доход другие права по ценной бумаге не поддаются строгой количественной оценке. Чем больше их значимость с точки зрения рынка, тем выше роль субъективно-психологических оценок.

Рыночная цена ценной бумаги — это денежная оценка ее рыночной стоимости. Самая абстрактная модель рыночной цены ценной бумаги имеет такой вид:

$$\Pi_{\text{уб}} = C_{\text{уб}} + \Pi_{\text{ро}}$$

или

$$C_{цб} = C_{цб} \times (1 + \Pi_k),$$

- где $C_{цб}$ — рыночная цена ценной бумаги,
 $C_{цб}$ — рыночная стоимость ценной бумаги;
 $\Pi_{ро}$ — рыночные ожидания относительно роста или снижения рыночной цены по сравнению со стоимостью ценной бумаги в абсолютном выражении;
 Π_k — рыночный процент отклонений рыночной цены от ее стоимости (в долях).

На практике рыночная цена ценной бумаги имеет такие названия, как курсовая стоимость, курсовая цена, курс, рыночная котировка и т.п.

5.4. ЦЕННАЯ БУМАГА КАК СОВОКУПНОСТЬ ПРАВ

По своей сути ценная бумага есть обмен действительного капитала на совокупность прав, которые получает ее владелец взамен этого капитала.

В самой общей форме ценная бумага дает ее владельцу два вида прав, которые составляют ее экономическую суть:

- 1) право на возврат ее номинала и (или) получение дохода с этого номинала, т.е. на начисляемый доход;
- 2) право на обращение, а точнее, право передачи этой ценной бумаги другому владельцу.

Право на обращение в широком понимании охватывает весь спектр разрешенных законодательством способов перехода имущества путем купли-продажи, мены, залога, кредитования, дарения, наследования и т.п. Благодаря праву на обращение с помощью ценной бумаги осуществляются процессы перераспределения стоимости в экономике: между государствами, отраслями и территориями, рынками, юридическими лицами, государством и юридическими лицами, государством и населением и т.д.

Функции ценной бумаги. Вследствие имеющихся у ценной бумаги прав она может выполнять следующие функции:

- обслуживание товарного и платежного оборота капитала;
- мобилизация капитала, т.е. привлечение его для осуществления каких-либо проектов;
- перераспределение капитала между странами, отраслями, рынками, экономическими субъектами;
- возрастание капитала, или обеспечение дохода для ее владельца.

Ценная бумага может служить инструментом безналичных расчетов, инвестирования, спекуляции и т.д.

5.5. ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Инструменты рынка ценных бумаг — это различные формы финансовых обязательств (для краткосрочного и долгосрочного инвестирования), торговля которыми осуществляется на рынке ценных бумаг.

Инструменты рынка ценных бумаг:

- основные — акции и облигации;
- производные — коносамент, сертификаты, чеки, опционы, фьючерсы, векселя и др.

Основные ценные бумаги — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив (товар, деньги, капитал, имущество, ресурсы и т.д.).

Основные ценные бумаги подразделяются на первичные и вторичные:

— первичные основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, банковские сертификаты, чеки, закладные, коносаменты и т.д.);

— вторичные выпускаются на основе первичных ценных бумаг, т.е. это ценные бумаги на сами ценные бумаги (варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и т.д.).

Юридически (законодательно) разрешенными к выпуску и обращению в России являются следующие экономические виды ценных бумаг:

- акция;
- облигация;
- вексель;
- чек;
- банковский сертификат;
- коносамент;
- закладная;
- инвестиционный пай.

Кроме того, в ст. 912 ГК РФ вводятся еще четыре вида ценных бумаг:

- 1) двойное складское свидетельство;
- 2) складское свидетельство как часть двойного свидетельства;
- 3) залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства;
- 4) простое складское свидетельство.

Акция — а) юридическое определение — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, участие в управлении акционерным обществом и часть имущества, остающегося после его ликвидации; б) экономическое определение — это ценная бумага, удостоверяющая единичный вклад в уставный капитал коммерческого товарищества с вытекающими из этого правами для ее владельца.

Облигация — а) юридическое определение — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или имущественного эквивалента; б) экономическое определение — это ценная бумага, удостоверяющая единичное долговое обязательство эмитента (государства или любого другого юридического лица) на возврат его номинальной стоимости через определенный срок в будущем на условиях, устраивающих его держателя.

Государственная облигация и просто облигация — это один и тот же вид ценной бумаги с единственным различием, которое состоит в том, что государственную облигацию может выпустить только государство, а просто облигацию — любое юридическое лицо.

Вексель — ценная бумага, удостоверяющая письменное денежное обязательство должника о возврате долга, форма и обращение которого регулируются специальным законодательством — вексельным правом.

Существует два вида векселя:

1) **простой вексель** — это ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство (обещание) должника уплатить указанную в нем сумму денег векселедержателю через определенный срок времени;

2) **переводной вексель** — это ценная бумага, удостоверяющая предложение должнику уплатить указанную в ней сумму денег обозначенному в ней лицу через определенный срок.

Чек — ценная бумага, удостоверяющая письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в ней сумму денег в течение срока ее действия. Чек представляет собой разновидность переводного векселя, который выписывается только банком. Особенности чека заключаются в том, что он, во-первых, выражает только расчетные функции и в качестве самостоятельного имущества в сделках не участвует (нельзя купить чек на вторичном рынке, нельзя его заложить, передать в управление или дать займы); во-вторых, пла-

тельщиком по чеку всегда выступает банк или иное кредитное учреждение, имеющее лицензию на совершение таких операций; в-третьих, чек не требует акцепта плательщика, поскольку предполагает, что чекодатель депонировал у плательщика необходимую для этого сумму денег.

Банковский сертификат — ценная бумага, представляющая собой свободно обращающееся свидетельство о денежном вкладе (депозитном — для юридических лиц, сберегательном — для физических лиц) в банке с обязательством последнего о возврате вклада и процентов по нему через установленный срок в будущем.

Банковская сберегательная книжка на предъявителя, по сути, есть разновидность банковского сертификата (наряду с депозитным и сберегательным сертификатами).

Коносамент — это ценная бумага, представляющая собой документ стандартной формы, принятой в международной практике, выписываемая перевозчиком морского груза либо его полномочным представителем собственнику груза или его представителю. Это морской товарораспорядительный документ, удостоверяющий: факт заключения договора перевозки; факт приема груза к отправке; право распоряжения и право собственности держателя коносамента на груз; право держателя на владение и распоряжение коносаментом. Коносамент является безусловным обязательством морского перевозчика доставить груз по назначению в соответствии с условиями договора перевозки.

Закладная — это именная ценная бумага, удостоверяющая права ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимости), на получение денежного обязательства или указанного в ней имущества.

Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд.

Перечисленные виды ценных бумаг, характерные для стран с высокоразвитой рыночной экономикой, не исчерпываются, а потому можно прогнозировать, что в перспективе количество видов ценных бумаг, разрешенных российским законодательством, будет увеличиваться.

По степени риска ценные бумаги условно подразделяются на *безрисковые* и *рисковые*.

Безрисковые — это бумаги, по которым риск практически отсутствует. В мировой практике это — краткосрочные (на 1—3 месяца) государственные долговые обязательства (казначейские векселя).

Все остальные ценные бумаги по степени риска принято делить на **низкорисковые** (это обычно государственные бумаги), **среднерисковые** (это обычно корпоративные облигации) и **высокорисковые** (это обычно акции). Существуют и более высокорисковые, чем обычные акции и облигации, инструменты рынка.

В свою очередь, каждый из видов основных ценных бумаг делится на подвиды и т.п.

Кроме перечисленных видов ценных бумаг, которые можно назвать основными, или первичными, в мировой практике существуют ценные бумаги, которые основываются на первичных, а потому считаются производными по отношению к ним.

Производные ценные бумаги — те, в основе которых лежит какой-либо ценовой актив. Это могут быть цены товаров (обычно биржевых товаров: зерна, мяса, нефти, золота и т.д.); цены основных ценных бумаг (индексы акций, облигаций); цены валютного рынка (валютные курсы); цены кредитного рынка (процентные ставки) и т.д. Производные ценные бумаги удостоверяют право или обязанность инвестора продать или купить определенное количество базисного актива (валюты, акций, облигаций, золота и т.д.) в определенное время или по определенной цене.

Вторичная, или производная, ценная бумага — это ценная бумага, которая предоставляет ее владельцу не непосредственно какие-либо имущественные права, а права на какие-либо основные ценные бумаги и уже через них — на имущественные права.

К производным, или вторичным, ценным бумагам относятся ценные бумаги, основанные на акциях и облигациях: депозитарные расписки, фондовые варранты, опционы, форварды, фьючерсы, права и др.

Депозитарная расписка — это ценная бумага, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранного эмитента, но выпускаемая в обращение в стране инвестора; это форма не прямой покупки акций иностранного эмитента.

Фондовый варрант — это ценная бумага, которая дает право ее владельцу купить у данного эмитента определенное количество его акций (облигаций) по установленной им цене в течение определенного им периода времени.

Суть **опциона** заключается в оформлении контракта на право покупки (*call*) или продажи (*pull*) определенного количества ценных бумаг. Покупатель опциона выплачивает его продавцу вознаграждение (премию). Покупатель опциона может реализовать или не реализовать купленное право. Владельцы опционов не ограничены максимально возможными ценами и сроком исполнения и могут воспользо-

зоваться преимуществами, которые дают складывающиеся на рынке тенденции.

Опционы дают их владельцам право, но, в отличие от форвардов и фьючерсов, не вменяют в обязанность купить или продать какие-то активы, обычно валюту, товары, акции и т.п. Опцион предоставляет возможность выбора (*option*), отсюда и название. В остальном опцион сходен с фьючерсом.

Наиболее распространенными опционами являются коллы и пуллы. Валютный опцион колл гарантирует приобретшему его лицу право (но не обязанность) купить валюту в определенный момент времени по определенному курсу, а опцион пулл гарантирует право продажи на аналогичных условиях.

Поскольку каждое право имеет свою цену, покупатель опциона должен заплатить его продавцу некоторую сумму, называемую **опционной премией**, — ведь нельзя получить ценность, не заплатив за нее.

Опционная торговля имеет установившуюся терминологию. Цена, которую должна будет заплатить фирма, приобретшая опцион, называется **ценой исполнения опциона**, а срок, на который выдан опцион, — **датой исполнения (сроком погашения) опциона**.

Внутренней стоимостью опциона называют разность между ценой спот-рынка и ценой исполнения.

Опционы могут свободно продаваться на рынке, и именно там формируется их рыночная цена. Покупатели опционов готовы платить большую, чем внутренняя стоимость опционов, цену, поскольку существует вероятность получения большей прибыли при росте обменных курсов, в то время как возможные убытки в случае снижения курса ограничены ценой самого опциона. **Надбавка к опциону** — это разница между рыночной ценой опциона и его внутренней стоимостью.

Опционы широко популярны среди валютных спекулянтов, так как ограничивают потери, но не возможные доходы. Продавцы опционов предлагают их, поскольку считают, что получаемые надбавки к опциону вполне способны компенсировать риски.

Организацией опционных торгов обычно занимаются специализированные биржи. Опционами торгуют не только на биржах, но и на внебиржевых рынках. Отличие биржевой торговли, как обычно, состоит в торговле только стандартизованными опционами.

Полное определение опциона на бирже включает несколько основных характеристик:

- наименование актива;
- тип опциона (*call* или *pull*);

- цена опциона;
- дата его исполнения.

Коллы и пуллы бывают двух типов: европейского и американского. Европейский опцион может быть исполнен только в течение очень ограниченного периода вблизи даты его исполнения, а американский — в любой момент времени до истечения срока опциона. Эти термины указывают только на происхождение данного типа опционов. И в Америке, и в Европе используются оба типа.

Опционные договоры могут заключаться и вне бирж. В этом случае они напоминают форвардные контракты. Покупатель опциона, естественно, платит продавцу опционную премию за предоставленные ему права.

Сложные опционы — *кэпы, флоры, коллары, кэпы участия и кэп-ционы* отличаются от основных опционов тем, что действуют в течение длительного времени и представляют собой многопериодные опционы. Эти новые финансовые продукты на протяжении последнего десятилетия успешно используются для хеджирования рисков изменения ссудных процентов. Однако потенциальная сфера их применения намного шире.

Кэпы — это многопериодные опционы, с помощью которых можно хеджировать повышение ставки процента (или курса валюты) в долгосрочной перспективе. Покупают кэпы компании, желающие застраховать себя от повышения ставки процента выше некоторой величины. Продают их дилеры по кэпам, которыми обычно являются банки. Дилер может продавать и покупать кэпы, получая прибыль от разницы цен продажи и покупки.

Флор представляет собой многопериодный опцион, во многом аналогичный кэпу. Отличие в том, что в этой сделке дилер и фирма-клиент согласуют не «потолок», а нижнюю границу — «пол» (от англ. *floor*, отсюда и название сделки).

Многим фирмам, например страховым и финансовым компаниям, необходимо хеджировать риск того, что ставки-ориентеры, которыми также часто служат ставки ЛИБОР, опустятся ниже некоторого уровня. Они предпочитают купить флор у дилера, чтобы застраховать себя от риска слишком большого и продолжительного снижения ставок.

Аналогичным образом организованы валютные кэпы и флоры.

Коллар — это комбинация кэпа и флора. Заключение контракта коллар фирма страхует одновременно от рисков слишком высоких и слишком низких ставок. Конечно, можно отдельно купить кэп и флор, но удобнее сделать то же с использованием коллара.

Существуют и более сложные финансовые инструменты опционного типа. Примером смешанного опциона может служить *кэп участия*. Он используется в том случае, когда некоторая компания нуждается в кэпе, но не хочет немедленно покупать кэп и платить за него довольно большую премию. В этом случае компания может заключить договор о кэпе участия, при котором дилер платит за превышение ставкой-ориентиром «потолка», как при обычном кэпе, но не берет плату за кэп. Вместо этой разовой выплаты компания-клиент платит дилеру часть суммы за то, что ставка-ориентир становится ниже «потолка». Значит, если ставка-ориентир выше «потолка» — платит дилер, если ниже — клиент платит дилеру.

Другим примером сложного опциона может служить **кэпцион**, являющийся опционом на кэп. Он используется, когда фирме нужен долгосрочный кэп, но она не готова купить его немедленно. Например, решение о сделке, которую обеспечивает кэп, еще не принято. Согласование условий основной сделки требует, скажем, еще трех месяцев, а именно сейчас складываются выгодные условия для покупки кэпа. Через три месяца ставки кэпа («потолки») могут подняться слишком высоко или цена кэпа вырастет. Тогда фирма может купить право покупки кэпа через три месяца, т.е. приобрести опцион на кэп. Такая сделка называется **кэпционной**.

Своп — это обмен активами двух контрагентов на взаимовыгодных условиях. В зависимости от того, что обменивается, различают валютные, процентные и товарные свопы.

Своп может быть применен во всех случаях, когда два контрагента желают обменять одни активы на другие. Например, компании — продавцу нефти выгодно продавать ее по фиксированной цене, скажем, 22 дол. за баррель, независимо от колебаний рынка. В то же время постоянному потребителю нефти и нефтепродуктов выгодно покупать нефть все время по одной и той же цене — 25 дол. за баррель. Допустим, известно, что рынок будет долгое время колебаться между 20 и 27 дол. за баррель. Тогда своповый дилер может покупать нефть по фиксированной цене 22 дол. за баррель у продавца нефти и продавать потребителю по 25 дол. за баррель. Если цена опускается до 20 дол. за баррель, дилер покупает нефть на свободном рынке и доплачивает 2 долл. за баррель продавцу нефти. Зато он компенсирует их, продавая потребителю нефть на те же 2 дол. за баррель дороже, чем она куплена на свободном рынке. Таким образом, дилер получает прибыль в любом случае.

По аналогии с кэпционными были разработаны опционы на своп, названные **свопционными**. Суть их такая же, как у кэпционов. Опционы

могут заключаться на процентные, валютные и товарные свопы. Клиент, купивший свопцион, имеет возможность оттянуть время заключения контракта по свопу. Он приобретает право на своп и выигрывает время, за которое условия свопа могут измениться. Если они меняются к лучшему, владелец свопциона заключает новый договор свопа, а премия за опцион пропадает. При изменении условий на рынке свопов к худшему свопцион дает право заключить договор свопа на прежних, более выгодных, чем сейчас, условиях.

Валютный форвард — это контракт, в соответствии с которым две стороны берут на себя обязательства обменять определенное количество валют в оговоренное время в будущем. Поскольку количество обмениваемых валют определено в контракте, то легко вычисляется форвардный обменный курс, равный отношению обмениваемых в двух разных валютах сумм. Форвардный контракт фиксирует:

- а) количество обмениваемых валют;
- б) дату обмена валют;
- в) форвардный обменный курс.

Форвардные контракты используются для уменьшения неопределенности, а значит, и рисков. Риски сами по себе никуда и никогда не исчезают. Их можно только с кем-то разделить, поделив одновременно и прибыль от сделки. Обычно риск и прибыль компания делит с банком. Чтобы понять заинтересованность банка в этой сделке, следует учесть, что с предложениями по заключению аналогичных форвардных контрактов к нему обращается достаточно много организаций. Обычно банки заключают форвардные контракты на срок до одного года, но в последнее время наметилась тенденция к увеличению сроков форвардов и уже имеются многочисленные примеры контрактов со сроком 6—7 лет.

Важным мотивом заключения форвардного контракта является желание застраховать свой бизнес от рисков изменений валютного курса.

В развитых экономиках нарушение контрактных условий, как, впрочем, и отказ правительств от своих обязательств, практически невозможен. Именно поэтому в развитых странах форвардные контракты, как и деривативные инструменты, служат эффективной защитой от разнообразных рисков.

Хеджирование — важный, но не единственный стимул заключения форвардных контрактов. Значительная часть контрактов заключается в целях получения спекулятивной прибыли. Валютный спекулянт на основе анализа рынка предвидит движение валютных курсов и пытается заключить контракты с банками так, чтобы по истечении

сроку контракта можно было купить валюту по форвардному контракту по цене более низкой (или, наоборот, продать ее по цене более высокой), чем цена спот-рынка, установившаяся в этот момент. Валютные спекулянты заключают множество форвардных сделок, без спекулянтов возможности хеджирования были бы весьма ограниченны. Именно спекулянты обеспечивают ликвидность большинства рынков.

Спрос и предложение на форвардные контракты со стороны хеджеров и спекулянтов создают равновесный форвардный курс — оценку будущего курса валюты.

При росте числа и объемов форвардных контрактов, которые осуществляются при посредничестве банков, у участников форвардного рынка появляется естественное желание организовать торговлю стандартизованными и оформленными в виде ценных бумаг форвардными контрактами на бирже. Такую торговлю принято называть **фьючерсной** торговлей, а соответствующие ценные бумаги — **валютными фьючерсами**.

Фьючерс — это определенным образом оформленный контракт на приобретение известного количества ценных бумаг в установленный период по базисной цене, которая фиксируется при заключении контракта. Фьючерсные контракты строго стандартизированы и отражают конкретные требования продавцов и покупателей ценных бумаг.

Форвардные и фьючерсные контракты являются наиболее распространенными и действенными инструментами управления операционными валютными рисками. Они относятся к срочным контрактам, т.е. должны быть выполнены в строго установленный срок.

Фьючерсный контракт можно рассматривать как стандартизованный и секьюритизированный (оформленный в виде ценной бумаги) форвардный контракт.

Фьючерсы отличаются от форвардов следующими важными признаками:

1) фьючерсы — это стандартизованные контракты, которыми торгуют на специализированных биржах, а форварды — внебиржевой инструмент;

2) все условия фьючерсных контрактов, кроме цены, определяет биржа. Форвардные контракты заключаются между контрагентами, определяющими их условия по взаимному соглашению;

3) в отличие от форвардов фьючерсные контракты обезличены. Биржа стоит между продавцом и покупателем, беря на себя клиринговые расчеты;

4) фьючерсные торги обычно регулируются государственными органами, а форварды нет.

Чтобы никто не мог отказаться от своих обязательств, все участники фьючерсных торгов вносят в специальную клиринговую ассоциацию биржи гарантийный взнос, который должен при необходимости пополняться и поддерживаться на определенном уровне.

Биржа подводит итоги каждый день и производит клиринговые расчеты (взаиморасчеты) между участниками торгов в конце каждого биржевого дня. Прибыль или убытки, называемые **вариационной маржей**, переводятся на счета участников торгов — лонгов и шортов, пополняя или убавляя имеющиеся на их счетах суммы.

Фьючерсные торги ведутся не только по основным валютам, но и по многим биржевым товарам (зерну, сахару, металлам и т.п.), акциям ведущих корпораций, обязательствам, процентным ставкам, разнообразным биржевым индексам и т.д. Сущность, мотивы и базовые механизмы фьючерсных торгов остаются неизменными.

5.6. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КАЧЕСТВА ЦЕННЫХ БУМАГ

Основными инвестиционными качествами ценных бумаг являются доходность, обращаемость, ликвидность и риск.

При оценке инвестиционных качеств ценных бумаг, кроме расчета общих для всех объектов инвестирования показателей эффективности, проводят исследование методами фундаментального и технического анализа, принятыми в финансовой практике.

Фундаментальный анализ базируется на оценке эффективности деятельности предприятия-эмитента. Он предполагает изучение комплекса показателей финансового состояния предприятия, тенденций развития отрасли, к которой оно принадлежит, степени конкурентоспособности производимой продукции сегодня и в перспективе.

Базой анализа являются публикуемые компанией-эмитентом балансы, отчеты о прибылях и убытках, другие материалы.

Фундаментальный анализ также называют факторным, поскольку он опирается на изучение влияния отдельных факторов на динамику цен финансовых инструментов в настоящем периоде и прогнозирование значений этих факторов в будущем периоде. Полученные на его базе результаты позволяют определить, как соотносится стоимость ценной бумаги эмитента с реальной стоимостью активов, денежными поступлениями, и сделать прогноз дохода, который определяет будущую стоимость ценной бумаги и, следовательно, может воздействовать на ее цену. На основе этого делается вывод о целесообразности инвестирования средств.

Технический анализ основывается на оценке рыночной конъюнктуры и динамики курсов. Концепция технического анализа предпо-

лагает, что все фундаментальные факторы суммируются и отражаются в движении цен на фондовом рынке. Объектами изучения являются показатели спроса и предложения ценных бумаг, динамика курсовой стоимости, общие тенденции движения курсов ценных бумаг на фондовом рынке. Технический анализ базируется на построении и исследовании графиков динамики отдельных показателей (как правило, рыночных цен) в рассматриваемом периоде, нахождении определенной тенденции (тренда) и ее экстраполировании на перспективу.

Изучение динамики курсов позволяет определить моменты, когда целесообразно производить покупку или продажу ценной бумаги, а также примерно оценить темпы изменения и прирост курсовой стоимости.

Для оценки динамики курсов акций в рамках технического анализа используются индексы фондового рынка. В мировой практике хорошо известны основные индексы (в США — индексы Доу-Джонса и «Стандарт энд Пуэрз», в Японии — индекс «Никкей») и отработаны приемы их учета при принятии инвестиционных решений.

Фондовые индексы рассчитываются на основе средней арифметической или средневзвешенной курсовой стоимости акций по крупнейшим компаниям.

Основным индексом отечественного фондового рынка является индекс Российской торговой системы — индекс РТС.

Одним из способов предоставления информации для инвесторов на развитых фондовых рынках является *рейтинговая оценка* акций и облигаций.

Рейтинги, устанавливаемые известными агентствами, среди которых ведущую роль играют Moody's, Standard & Poor's и Fitch IBCA, имеют большое значение при оценке риска инвесторами и решающим образом влияют на цены облигаций. Данные о рейтингах этих агентств приведены в табл. 5.1.

Таблица 5.1

Значения рейтинговых символов ведущих агентств

Наименование агентства		Качество инвестиций
Moody's	Standard & Poors, Fitch IBCA	
Aaa	AAA	Высшее (минимальный риск)
Aa1 , Aa2, Aa3	AA+, AA, AA–	Высокое
A1,A2,A3	A+, A, A–	Выше среднего

Наименование агентства		Качество инвестиций
Moody's	Standard & Poors, Fitch IBCA	
Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB–	Среднее
Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB–	Среднее с некоторыми спекулятивными элементами
B1, B2, B3	B+, B, B–	Ниже среднего
Ca	CCC+, CCC, CCC–	Низкое; возможен дефолт
C	CC	Дефолт весьма вероятен
	C	Самое низкое

На основе анализа инвестиционных качеств ценной бумаги специалисты рейтинговых агентств присваивают ценной бумаге соответствующую категорию.

При анализе инвестиционных качеств фондовых инструментов следует учитывать, что нельзя найти такой вид ценных бумаг, который бы устраивал потенциального инвестора по всем параметрам.

Инвестиционные различия ценных бумаг по виду получаемого дохода по ним связаны с возможностью получения дохода в виде фиксированных процентных платежей, плавающей ставки ссудного процента, выигрыша по займу, дисконта при покупке ценной бумаги, дивиденда, разницы курсовой стоимости при продаже и т.д.

Эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта (дохода) и затрат на его получение. При вложениях в ценные бумаги в качестве затрат выступает сумма инвестированных в ценные бумаги средств, а в качестве дохода — разность между текущей стоимостью ценной бумаги и суммой вложенных в ее приобретение средств. Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем *дисконтирования*.

Текущая стоимость ценной бумаги определяется двумя основными факторами:

- 1) величиной денежного потока от инвестирования в ценную бумагу;
- 2) уровнем процентной ставки, используемой при дисконтировании.

Расчет приведенного чистого дохода по финансовым инвестициям имеет определенные отличия от определения дохода от реаль-

ных инвестиций. При оценке сравнительной эффективности вложений в ценные бумаги *приведенный чистый доход* исчисляется как разность между приведенной стоимостью отдельных фондовых инструментов и стоимостью их приобретения. При этом сумма ожидаемых денежных доходов от инвестиций в ценные бумаги не включает амортизационных отчислений, как по вложениям в реальные активы. Существенной спецификой отличается и формирование денежных потоков по различным видам фондовых инструментов.

По облигациям и другим аналогичным долговым инструментам ожидаемый доход складывается из потоков процентных сумм по этим активам и стоимости самого актива на момент погашения.

Возможны следующие варианты формирования денежных потоков:

- без выплаты процентов по фондовому инструменту;
- с периодической выплатой процентов;
- с выплатой всей процентной суммы при погашении.

По простым и привилегированным акциям формирование ожидаемого денежного дохода зависит от того, как предполагается использовать данный фондовый инструмент — в течение неопределенного времени или заранее предусмотренного срока. В первом случае будущие денежные потоки формируются только за счет начисляемых дивидендов, во втором — будущие денежные потоки включают суммы начисляемых дивидендов и прироста курсовой стоимости финансовых инструментов.

Важную роль при оценке эффективности инвестирования играет величина *нормы дисконта*, используемая при приведении сумм будущих денежных потоков к настоящему времени. Необходимость выбора соответствующей конкретному инвестиционному объекту нормы дисконта обусловлена существенными колебаниями *уровня риска*. Дифференциация нормы дисконта должна осуществляться с учетом:

- средней стоимости ресурсов, предназначенных для инвестирования;
- прогнозируемого темпа инфляции в рассматриваемом периоде;
- премии за инвестиционный риск.

В зарубежной практике определение нормы дисконта, используемой при оценке приведенной стоимости финансовых инструментов (нормы текущей доходности), осуществляется, как правило, в соответствии с моделью цены—капитальных активов. Согласно данной модели норма текущей доходности по конкретному финансовому инструменту определяется как сумма нормы текущей доходности

по безрисковым финансовым инвестициям (в частности, по государственным облигациям) и премии за риск, уровень которого, в конечном счете, определяет степень дифференциации доходности по отдельным инструментам.

При этом норма текущей доходности по безрисковым финансовым инструментам формируется на основе ставки ссудного процента на денежном рынке и уровня инфляции и, в свою очередь, рассматривается как общая основа для последующей дифференциации нормы дисконта по различным финансовым инструментам.

Результаты оценки сравнительной эффективности различных объектов инвестирования используются при их выборе и формировании инвестиционного портфеля банка.

5.7. ДОХОДНОСТЬ И РИСК КАК ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНВЕСТИЦИЙ

Главная цель размещения инвестиций состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Данная цель достигается, во-первых, за счет диверсификации, т.е. распределения средств инвестора между различными активами, во-вторых, тщательного подбора финансовых инструментов. В теории и практике *управления инвестициями (портфелем ценных бумаг)* существуют: традиционный и современный подходы.

Традиционный подход основывается на фундаментальном и техническом анализе. Он делает акцент на широкую диверсификацию ценных бумаг по отраслям. В основном приобретаются бумаги известных компаний, имеющих хорошие производственные и финансовые показатели. Кроме того, учитывается их более высокая ликвидность, возможность приобретать и продавать в больших количествах и экономить на комиссионных.

Развитие широкого и эффективного рынка, статистической базы, а также быстрый прогресс в области вычислительной техники привели к возникновению *современной* теории и практики управления портфелем финансовых инструментов. Она основана на статистических и математических методах подбора финансовых инструментов в портфель, а также на ряде новых концептуальных подходов.

Главными параметрами при управлении инвестициями (портфелем), являются ожидаемая доходность и риск. Формируя портфель ценных бумаг, менеджер не может точно определить будущую динамику его доходности и риска. Поэтому свой инвестиционный выбор

он строит на ожидаемых значениях доходности и риска. Их оценка служит необходимой предпосылкой принятия инвестиционного решения. Данные величины оцениваются, в первую очередь, на основе статистических отчетов за предыдущие периоды времени, с последующей корректировкой согласно ожиданиям развития будущей конъюнктуры.

5.8. КОНЦЕПЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ДОХОДА

На финансовом рынке инвестора интересует результативность его операций. Результативность различных инвестиций сравнивают с помощью показателя доходности.

Доходность — это относительный показатель, который говорит о том, какой процент приносит рубль инвестированных средств за определенный период. Например, доходность инвестиций составляет 15%. Это означает, что инвестированный рубль приносит 15 коп. прибыли. Более высокий уровень доходности означает лучшие результаты для инвестора.

В самом общем виде **показатель доходности** можно определить как отношение полученного результата к затратам, которые принесли данный результат. Доходность выражают в процентах. Часто, когда рассматриваются вопросы начисления процентов, то оперируют определенными процентными ставками. Данные процентные ставки есть не что иное, как показатели доходности для операций инвесторов. В финансовой практике показатель доходности или процент на инвестиции обычно задают или определяют из расчета на год, если специально не сказано о другом временном периоде. Поэтому, если говорится, что некоторая ценная бумага приносит 25%, это следует понимать как 25% годовых. В то же время реально бумага может обращаться на рынке в течение времени больше или меньше года. Такая практика существует потому, что возникает необходимость сравнивать доходность инвестиций, отличающихся по срокам продолжительности.

5.9. ВИДЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ

Общие риски включают риски, одинаковые для всех участников инвестиционной деятельности и форм инвестирования. Они определяются факторами, на которые инвестор при выборе объектов инвестирования не может повлиять.

Риски подобного рода называют *систематическими*. Это:

— внешнеэкономические риски, возникающие с изменением ситуации во внешнеэкономической деятельности;

— внутриэкономические риски, связанные с изменением внутренней экономической среды.

В свою очередь, данные виды рисков выступают как синтез более частных разновидностей рисков:

а) социально-политический риск объединяет совокупность рисков, возникающих при изменении политической системы и расстановки политических сил в обществе, при политической нестабильности;

б) экологический риск выступает как возможность потерь вследствие природных катастроф, ухудшения экологической ситуации;

в) риски, связанные с мерами государственного регулирования, включают риски изменения административных ограничений инвестиционной деятельности, экономических нормативов, налогообложения, валютного регулирования, процентной политики, регулирования рынка ценных бумаг, законодательных изменений;

г) конъюнктурный риск — риск, связанный с неблагоприятными изменениями общей экономической ситуации или положением на отдельных рынках;

д) инфляционный риск возникает вследствие того, что при высокой инфляции денежные суммы, вложенные в объекты инвестирования, могут не покрываться доходами;

е) прочие риски, обусловленные экономическими преступлениями, недобросовестностью хозяйственных партнеров, возможностями неисполнения, неполного или некачественного исполнения партнерами взятых на себя обязательств и пр.

Специфические риски могут быть связаны с непрофессиональной инвестиционной политикой, нерациональной структурой инвестируемых средств, другими аналогичными факторами, негативных последствий которых можно в существенной степени избежать при повышении эффективности управления инвестиционной деятельностью. Эти риски являются диверсифицированными, понижаемыми и зависят от способности инвестора выбирать объекты инвестирования с приемлемым риском, а также реально учитывать и регулировать риски.

Специфические риски подразделяются:

а) на риски инвестиционного портфеля, которые возникают из-за ухудшения качества инвестиционных объектов в его составе и нарушения принципов формирования инвестиционного портфеля. Подразделяются на риски:

— капитальный — интегральный риск инвестиционного портфеля, связанный с общим ухудшением его качества, который показывает возможность потерь при вложении в инвестиции по сравнению с другими видами активов,

— селективный — связан с неверной оценкой инвестиционных качеств определенного объекта инвестирования при подборе инвестиционного портфеля,

— риск несбалансированности — возникает при нарушении соответствия между инвестиционными вложениями и источниками их финансирования по объему и структурным показателям доходности, риска и ликвидности,

— риск излишней концентрации (недостаточной диверсификации) можно определить как опасность потерь, связанных с узким спектром инвестиционных объектов, низкой степенью диверсификации инвестиционных активов и источников их финансирования, что приводит к необоснованной зависимости инвестора от одной отрасли или сектора экономики, региона или страны, от одного направления инвестиционной деятельности;

б) риски объектов инвестирования, которые следует учитывать как при оценке отдельных инвестиционных вложений, так и инвестиционного портфеля в целом.

Кроме того, есть риски:

— страновой — возможность потерь, вызванных размещением средств и ведением инвестиционной деятельности в стране с неустойчивым социальным и экономическим положением;

— отраслевой — риск, связанный с изменением ситуации в определенной отрасли;

— региональный — риск потерь из-за неустойчивого состояния экономики региона, особенно присущ монопродуктовым регионам;

— временной — возможность потерь вследствие неправильного определения времени осуществления вложений в инвестиционные объекты и времени их реализации, сезонных и циклических колебаний;

— риск ликвидности — риск потерь при реализации инвестиционного объекта вследствие изменения оценки его инвестиционного качества;

— кредитный — риск потери средств или потери инвестиционным объектом первоначального качества и стоимости из-за несоблюдения обязательств со стороны эмитента, заемщика или его поручителя;

— операционный — риск потерь, возникающих в результате того, что в деятельности субъекта, осуществляющего инвестиции, имеются нарушения в технологии инвестиционных операций, неполадки в компьютерных системах обработки информации и др.

Наряду с перечисленными выше существуют *операционные валютные риски*. Этим рискам подвергаются предприятия и частные

лица, когда будущие платежи или получение средств должны быть осуществлены в иностранной валюте, будущая стоимость которой неопределенна.

Операционный валютный риск возникает при валютных сделках с расчетами, происходящими не одновременно, а за некоторый промежуток времени. Имеется множество способов управления операционными рисками. Среди них ведущее место занимают форвардные операции, фьючерсы, опционы, свопы и другие, более сложные деривативные инструменты, а также валютные оговорки во внешне-торговых контрактах, страхование валютных рисков и формирование резервов для покрытия рисков.

Рассмотрим некоторые способы управления рисками.

Передача риска является простейшим способом избавиться от операционного валютного риска. Для этого риск, по возможности, перекладывается на партнера по сделке.

Сальдирование операционного риска — метод уменьшения рисков для крупных компаний. Если компания ведет разнообразные операции в разных странах и валютах, то риски отдельных операций уменьшаются, поскольку разнонаправленные сделки в одной валюте сальдируются, а неблагоприятные изменения курса одних валют компенсируются благоприятными изменениями курса других.

Перекрестное хеджирование применяется в сделках с компаниями стран, валюта которых привязана или хорошо коррелирует с одной из ведущих валют. Тогда, если стандартные методы хеджирования (через фьючерсы, опционы и т.п.) неприменимы из-за неразвитости валютных рынков данной страны, хеджируются изменения курса ведущей валюты, которая связана с валютой рассматриваемой страны.

Параллельные займы используются многонациональными компаниями в целях снижения долгосрочных операционных рисков. Для проведения такой сделки необходимо, чтобы компания из страны А хотела инвестировать в страну Б, а компания из страны Б — в страну А. Тогда, чтобы избежать рисков изменения курсов валют, компания А берет заем у компании Б в валюте Б, а компания Б берет такой же заем у компании А в валюте А. После завершения инвестиционных проектов компании рассчитываются из полученных в иностранных валютах прибылей, при этом необходимость в конвертации валют, а также связанные с этим риски исчезают.

Страхование операционных рисков через страховые компании или у других третьих лиц также представляет собой довольно распространенный способ уменьшения операционных рисков. Страховым

случае определяется уменьшение или увеличение курса валюты ниже или выше определенного в договоре страхования уровня.

Валютные и мультивалютные оговорки широко используются во внешнеэкономической деятельности компаний. Валютная оговорка представляет собой условие в международном торговом, кредитном и ином соглашении, оговаривающее пересмотр суммы платежа пропорционально изменению курса валюты оговорки с целью застраховать риски экспортеров и импортеров от изменений валютных курсов.

Формирование валютных резервов и поддержание открытых валютных позиций также могут использоваться компаниями и банками для уменьшения валютных рисков. **Валютная позиция** — это соотношение требований и обязательств банка или компании в иностранной валюте. Позиция называется открытой, если требования в валюте превышают обязательства (*длинная позиция*) или обязательства в валюте превышают требования (*короткая позиция*). Длинная позиция с точки зрения уменьшения операционных валютных рисков близка к валютному резерву.

Экономические валютные риски связаны с изменениями стоимости компании, зависящими от изменений обменных курсов. **Стоимость компании** — это рыночная цена акций, умноженная на их количество. Цена акций тесно связана с получаемой компанией прибылью, которая зависит от поступления денежных средств из отдельных направлений бизнеса данной компании. Эти поступления и прибыль подвержены экономическим валютным рискам по следующим трем причинам:

1) филиал транснациональной корпорации (ТНК) работает за рубежом и получает прибыль в иностранной валюте. Тогда изменения валютного курса, связанные с экономическими условиями принимающей страны, могут отразиться на поступлениях от филиала, номинированных в валюте страны пребывания, в материнскую корпорацию;

2) прибыль компании, экспортирующей или импортирующей товары, зависит от изменения курсов валют стран-контрагентов;

3) небольшая компания, работающая только на национальном рынке, также имеет дело с экономическим валютным риском. Если курс валюты страны данной компании растет, то иностранные экспортеры получают больше возможностей для проникновения на рынок этой страны и прибыль национальной компании может резко уменьшиться.

Экономический валютный риск включает в себя пересчетные риски, вызванные изменениями стоимости компаний при пересчете данных бухгалтерского учета (балансов, отчетов о прибылях и убытках и т.п.) из одной валюты в другую.

Существует несколько стандартных методов снижения экономического валютного риска.

Выравнивание денежных потоков представляет собой стратегию ТНК, при которой экономические валютные риски снижаются за счет перевода зарубежных филиалов (дочерних компаний) на финансирование в стране пребывания. При этом максимизируется доля затрат филиала, производимых в валюте страны пребывания.

Глобальная диверсификация — это стратегия ТНК, заключающаяся в использовании колебаний курсов валют для максимизации прибыли. Если реальный обменный курс в некоторой стране падает, то ТНК увеличивает там производство и экспорт в те страны, где обменные курсы растут или остаются прежними. Например, при уменьшении реального (с учетом инфляции) курса евро относительно доллара ТНК может увеличить загрузку мощностей своих европейских филиалов и экспортировать их продукцию в США.

Стратегии финансирования заключаются в выравнивании активов и пассивов, номинированных в одной иностранной валюте, по рыночной стоимости и срокам действия. Например, финансовые потребности английского филиала американской ТНК разумно покрыть за счет обязательств, номинированных в фунтах, с тем же сроком действия, что и активы.

Политические, или страновые риски — это неопределенность, возникающая от непредсказуемости будущих изменений политики страны, в которой ведет свой бизнес данная компания. Такие риски могут существенно повлиять на валютный курс и потому относятся к валютным.

Наибольшую опасность таят риски экспроприации и национализации имущества компании в некоторой стране. Национализация с некоторой компенсацией широко использовалась как в развитых, так и в развивающихся странах. В частности, несколько волн национализации и последующей приватизации прокатилось по Великобритании, Франции и другим развитым европейским странам. При этом капитал начинает покидать страну. Компании, опасаясь национализации, стараются перевести активы в доллары или другие надежные валюты и вывезти их из страны. Это создает сильное давление на валютные рынки.

В большинстве развивающихся стран существуют риски вмешательства правительства в деятельность иностранных корпораций на подконтрольной ему территории. Часто это делается для того, чтобы предоставить конкурентные преимущества национальным компаниям. Иногда вмешательство направлено на получение определенных

уступок от ТНК или взяток. Вмешательство в иностранный бизнес может осуществлять не только правительство, но также профсоюзы и другие, например экологические, организации.

Существенную роль играют *риски изменения налогообложения*. Изменения в налоговом законодательстве могут отрицательно отразиться на иностранном бизнесе корпорации даже в большей мере, чем национализация.

Политические (страновые) риски определяют по регулярно публикуемым рядом организаций индексам. Среди них наибольшим доверием у инвесторов пользуются индекс «БЕРИ» одноименной немецкой фирмы, индекс Швейцарской банковской корпорации и индекс журнала *Euromoney*. Эти индексы вычисляются на основе экспертных оценок по 170 странам мира.

Существует несколько групп *методов управления политическими рисками*.

Инвестиционные и концессионные соглашения заключаются начинающей работу в стране компанией с властями с целью обезопасить себя от некоторых политических рисков. В соглашениях обычно регламентируются налоговые льготы для инвестирующей компании, права собственников на совершение переводов дивидендов за рубеж, возможность получения местных кредитов и т.п. Правительство может пойти на разрыв соглашения, если оно не будет ему выгодно. Поэтому иностранная корпорация должна составить соглашение таким образом, чтобы принимающая страна в перспективе получала выгоду от его выполнения. Например, в соглашении можно предусмотреть постепенный переход части собственности корпорации к местным инвесторам.

Страхование политических рисков часто берет на себя правительство страны пребывания. Например, в США для страхования политических рисков создана правительственная Корпорация зарубежных частных инвестиций, которая предлагает четыре вида страхования прямых американских инвестиций:

- страхование против введения ограничений на перевод денежных средств в долларах от прибылей иностранных филиалов;
- страхование от экспроприации и национализации;
- страхование от ущерба, понесенного в результате военных действий, восстаний и гражданских беспорядков;
- страхование убытков от политических конфликтов.

Методы юридической защиты также широко используются корпорациями для нивелирования политических рисков. Многие государства уже начинают рассматривать спорные моменты в Международном центре разрешения инвестиционных споров. Если страна,

в которую предполагается направить инвестиции, признает решения Международного центра как обязательные для себя, то это само по себе смягчает политические риски в данной стране.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Что такое капитализация ценной бумаги?
2. Назовите характеристики ценных бумаг.
3. Что такое риск отдельной ценной бумаги и риск портфеля ценных бумаг?
4. Что такое стоимость и цена ценной бумаги?
5. В чем заключается двойственный характер стоимости ценной бумаги?
6. Назовите функции ценной бумаги.
7. Какие вы знаете инструменты рынка ценных бумаг?
8. Что такое инвестиционные качества ценных бумаг?
9. Что понимается под фундаментальным анализом?
10. Что понимается под техническим анализом?
11. Где используются индексы фондового рынка?
12. Какими факторами определяется текущая стоимость ценной бумаги?
13. Назовите основные характеристики инвестиций.
14. В чем состоит концепция инвестиционного дохода?
15. Приведите виды инвестиционных рисков.
16. Что такое специфические риски?

ТЕМА 6

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

6.1. ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ

Инвестиционный портфель — это целенаправленно сформированная совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией предприятия. Основная цель формирования инвестиционного портфеля может быть сформулирована как обеспечение реализации разработанной инвестиционной политики путем подбора наиболее эффективных и надежных инвестиционных вложений. В процессе формирования портфеля комбинированием инвестиционных активов достигается новое инвестиционное качество: обеспечивается требуемый уровень дохода при заданном уровне риска. В зависимости от направленности избранной инвестиционной политики и особенностей осуществления инвестиционной деятельности определяется система специфических целей. При формировании любого инвестиционного портфеля инвестор ставит определенные цели:

- достижение необходимого уровня доходности;
- прирост капитала;
- минимизация инвестиционных рисков;
- ликвидность инвестированных средств на приемлемом для инвестора уровне.

Учет приоритетных целей при формировании инвестиционного портфеля лежит в основе определения соответствующих нормативных показателей, служащих критерием при отборе вложений для инвестиционного портфеля и его оценке. В зависимости от принятых приоритетов инвестор может установить в качестве такого критерия предельные значения прироста капитальной стоимости, дохода, уровня допустимых инвестиционных рисков, ликвидности. В составе инвестиционного портфеля могут сочетаться объекты с различными инвестиционными качествами, что позволяет получить достаточный совокупный доход при консолидации риска по отдельным объектам вложений.

Основной целью инвестиционной деятельности на предприятии, равно как и основной целью формирования инвестиционного портфеля,

является обеспечение реализации его инвестиционной стратегии. Если инвестиционная стратегия предприятия направлена на расширение деятельности (увеличение объема производства и реализации продукции или оказываемых услуг), то основные инвестиции будут вложены в инвестиционные проекты или в активы, связанные с производством, а имеющиеся (планируемые) — в прочие объекты (в ценные бумаги или банковские вклады) и будут носить по отношению к ним подчиненный характер, что отразится, например, на сроках и объемах размещения.

Как и в общем случае при осуществлении инвестиционной деятельности, так и при формировании инвестиционного портфеля инвестор ожидает прибыль (доход), действуя в рамках приемлемого для него риска. Доход же может иметь не только форму текущих выплат или прибыли от реализации инвестиционных проектов, получаемых с известной степенью регулярности и определенности (предсказуемости) в установленные промежутки времени, но и в виде прироста стоимости приобретаемых активов.

Достижение конкретного уровня доходности предполагает получение регулярного дохода в текущем периоде, как правило, с заранее установленной периодичностью. Это могут быть выплаты процентов по банковским депозитным вкладам, планируемые доходы от эксплуатации объектов реального инвестирования (объектов недвижимости, нового оборудования), дивиденды и проценты соответственно по акциям и облигациям. Получение текущего дохода влияет на платежеспособность компании и принимается в расчет при планировании денежных потоков. Данная цель является основной при формировании портфеля, особенно в ситуации краткосрочного размещения средств (например, при наличии излишка денежных средств и невозможности или нецелесообразности его использования на производственные цели в текущем периоде).

Прирост капитала обеспечивается при инвестировании средств в объекты, которые характеризуются увеличением их стоимости во времени. Это справедливо для акций молодых компаний-эмитентов (в основном инновационной направленности), по мере расширения деятельности которых ожидается значительный рост цен их акций, а также для объектов недвижимости и др. Именно прирост стоимости и обеспечивает инвестору получение дохода. Такого рода инвестиции предполагают более длительный период размещения средств и, как правило, относятся к долгосрочным.

Минимизация инвестиционных рисков, или безопасность инвестиций, означает неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке

инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Подбор объектов, по которым наиболее вероятны возврат капитала и получение дохода планируемого уровня, и позволяет достичь указанной цели.

Однако минимизация рисков не всегда позволяет полностью устранить вероятность негативных последствий, а лишь способствует достижению их допустимого уровня при обеспечении требуемой инвестором доходности. Она зависит от отношения инвестора к риску.

Обеспечение достаточной ликвидности инвестируемых средств предполагает возможность быстрого и безубыточного (без существенных потерь в стоимости) обращения инвестиций в наличные деньги или возможность их быстрой реализации. Эта цель не обязательно связана с предыдущими целями, она наиболее достижима при размещении средств в финансовые активы, пользующиеся устойчивым спросом на фондовом рынке (акции и облигации известных компаний, государственные ценные бумаги).

Вместе с тем ни одна из инвестиционных ценностей не обладает перечисленными выше свойствами в совокупности, что обуславливает альтернативность названных целей формирования инвестиционного портфеля. Так, безопасность обычно достигается в ущерб высокой доходности и росту вложений. В мировой практике безопасными (безрисковыми) являются долговые обязательства правительства, однако доход по ним редко превышает среднерыночный уровень и, как правило, существенного прироста вложений не происходит. Ценные бумаги прочих эмитентов, реальные инвестиционные проекты способны принести инвестору больший доход (как текущий, так и будущий), но существует повышенный риск с точки зрения возврата средств и получения дохода. Инвестиционные объекты, предполагающие прирост вложений, как правило, являются наименее ликвидными — минимальной ликвидностью обладает недвижимость.

Учитывая альтернативность инвестиционных целей, невозможно добиться их одновременного достижения. Поэтому инвестор должен установить приоритет определенной цели при формировании своего портфеля.

Различие целей формирования инвестиционных портфелей, видов включаемых в них объектов инвестирования и других условий определяет многообразие вариантов направленности и состава этих портфелей в отдельных компаниях. Их можно классифицировать следующим образом.

Классификация инвестиционных портфелей по видам включаемых в них объектов инвестирования связана, прежде всего, с направленностью и объемом инвестиционной деятельности компании.

Портфель реальных инвестиционных проектов формируется инвесторами, осуществляющими производственную деятельность, и включает объекты реального инвестирования всех видов. Формирование и реализация портфеля этих проектов обеспечивают высокие темпы развития предприятия, создание дополнительных рабочих мест, формирование высокого имиджа и определенную государственную поддержку инвестиционной деятельности. В то же время по сравнению с другими видами инвестиционных портфелей портфель реальных инвестиционных проектов обычно наиболее капиталоемкий, более рискованный из-за продолжительности реализации, а также наиболее сложный и трудоемкий в управлении. Это обуславливает высокий уровень требований к его формированию, тщательность отбора каждого включаемого в него инвестиционного проекта.

Портфель ценных бумаг содержит определенную совокупность ценных бумаг. По сравнению с портфелем реальных инвестиционных проектов он обладает более высокой ликвидностью, легко управляем. Вместе с тем этот портфель отличают:

- высокий уровень риска, который распространяется не только на доход, но и на весь инвестированный капитал;
- более низкий уровень доходности;
- отсутствие в большинстве случаев возможностей реального воздействия на доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие инструменты фондового рынка);
- низкая инфляционная защищенность;
- ограниченность вариантов выбора отдельных финансовых инструментов.

Портфель прочих объектов инвестирования дополняет, как правило, инвестиционный портфель отдельных компаний (например, валютный портфель, депозитный портфель).

Смешанный инвестиционный портфель одновременно включает разнородные объекты инвестирования, перечисленные выше.

Классификация инвестиционных портфелей по приоритетным целям инвестирования связана, прежде всего, с реализацией инвестиционной стратегии предприятия и в определенной степени с позицией ее руководства в управлении инвестициями.

Портфель роста формируется в целях прироста капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов и состоит преимущественно из объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала (как правило, из акций компаний с растущей курсовой стоимостью), соответственно высок уровень риска.

Портфель дохода ориентирован на получение текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Он состоит в основном из объектов инвестирования, обеспечивающих получение дохода в текущем периоде (акции, характеризующиеся умеренным ростом курсовой стоимости и большими дивидендами, облигации и другие бумаги, отличительной чертой которых является выплата текущих доходов). Этот портфель обычно формируется за счет объектов инвестирования, способствующих получению высоких темпов роста дохода на вложенный капитал.

Консервативный портфель включает в основном объекты инвестирования со средними (иногда и минимальными) значениями уровней риска (соответственно темпы роста дохода и капитала по таким объектам инвестирования значительно ниже). Формируется за счет малорисковых инвестиций, обеспечивающих соответственно более низкие темпы роста дохода и капитала, чем портфель роста и дохода.

Перечисленные типы портфелей имеют ряд промежуточных разновидностей. Портфели роста и дохода при максимальных значениях своих целевых показателей называются иногда *агрессивными портфелями*.

Классификация инвестиционных портфелей по достигнутому соответствию целям инвестирования связана, прежде всего, с процессом реализации целей их формирования.

Сбалансированный портфель характеризуется полной реализацией целей инвестора путем отбора инвестиционных проектов или финансовых инструментов, наиболее полно отвечающих этим целям.

Несбалансированный портфель выделяется из числа других инвестиционных портфелей несоответствием его состава, поставленным целям формирования. Разновидностью несбалансированного портфеля является *разбалансированный портфель*, который представляет собой ранее сбалансированный (оптимизированный) портфель, уже не удовлетворяющий инвестора в связи с существенным изменением внешних условий инвестиционной деятельности (например, условий налогообложения) или внутренних факторов (например, значительной задержкой реализации отдельных реальных инвестиционных проектов).

6.2. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Инвестиционный портфель предприятия в общем случае формируется на таких принципах, как:

- обеспечение реализации инвестиционной стратегии. Формирование инвестиционного портфеля должно соответствовать

инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивая преемственность долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности предприятия;

- обеспечение соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, т.е. перечень выбираемых объектов инвестиций должен ограничиваться возможностями обеспечения их ресурсами;

- оптимизация соотношения доходности и ликвидности, что означает соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходом и риском;

- оптимизация соотношения доходности и риска, или соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходом и ликвидностью;

- обеспечение управляемости портфелем — соответствие объектов инвестирования кадровому потенциалу и возможности осуществления оперативного реинвестирования средств.

Инвестиционный портфель формируется после того, как четко поставлены цели инвестиционной политики, определены приоритетные цели формирования инвестиционного портфеля с учетом сложившегося инвестиционного климата и рыночной конъюнктуры.

Отправной точкой формирования инвестиционного портфеля является взаимосвязанный анализ собственных возможностей инвестора и инвестиционной привлекательности внешней среды в целях определения приемлемого уровня риска в свете прибыльности и ликвидности баланса.

В результате проведенного анализа задаются основные характеристики инвестиционного портфеля (степень допустимого риска, размеры ожидаемого дохода, возможные отклонения от него и пр.), осуществляется оптимизация пропорций различных видов инвестиций в рамках всего инвестиционного портфеля с учетом объема и структуры инвестиционных ресурсов.

Важным этапом формирования инвестиционного портфеля является выбор конкретных инвестиционных объектов для включения в инвестиционный портфель на основе оценки их инвестиционных качеств и формирования оптимального портфеля.

Последовательность формирования инвестиционных портфелей различна для портфелей реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг.

Процесс *формирования портфеля реальных инвестиционных проектов* проходит пять этапов:

- 1) поиск вариантов реальных инвестиционных проектов для возможной их реализации компания проводит вне зависимости от нали-

чия свободных инвестиционных ресурсов, состояния рынка и других факторов. Количество инвестиционных проектов, привлеченных к разработке, всегда должно значительно превышать их количество, предусмотренное к реализации. Чем активнее организован поиск вариантов реальных инвестиционных проектов, тем больше шансов имеет компания для формирования эффективного портфеля;

2) рассмотрение и оценка бизнес-планов отдельных инвестиционных проектов преследуют цель подготовить необходимую информационную базу для тщательной последующей экспертизы отдельных их качественных характеристик;

3) первичный отбор инвестиционных проектов для более углубленного последующего их анализа осуществляется по определенной системе показателей, которая может включать в себя:

- соответствие инвестиционного проекта стратегии деятельности и имиджу фирмы,

- соответствие инвестиционного проекта направлениям отраслевой и региональной диверсификации предстоящей инвестиционной деятельности,

- приоритеты в политике реализации структурной перестройки экономики региона,

- степень разработанности инвестиционного проекта и его обеспеченности основными факторами производства,

- наличие производственной базы и инфраструктуры для реализации инвестиционного проекта,

- необходимый объем инвестиций и период их осуществления до начала эксплуатации проекта,

- объем инвестиций, требующихся для реализации проекта,

- структура источников финансирования инвестиционного проекта, доля собственных и привлеченных средств в реализации проекта,

- проектируемый период окупаемости инвестиций (или другой показатель оценки) эффективности инвестиций,

- концентрация средств на ограниченном числе объектов,

- уровень инвестиционного риска,

- предусматриваемые источники финансирования,

- форма инвестирования,

- другие¹.

¹ Систему таких показателей каждая компания разрабатывает самостоятельно с учетом целей формирования портфеля и особенностей инвестиционной деятельности.

Соответственно результатам оценки инвестиционных проектов по отдельным показателям определяется общий уровень их инвестиционных качеств. Отобранные в процессе предварительной оценки инвестиционные проекты подлежат дальнейшей углубленной экспертизе;

4) экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию эффективности (доходности) играет наиболее существенную роль в проведении дальнейшего анализа вследствие высокой значимости этого фактора в системе оценки.

В процессе экспертизы проверяется реальность приведенных в бизнес-плане основных показателей, связанных с объемом инвестиционных ресурсов, графиком инвестиционного потока и прогнозируемой суммой денежного потока на стадии эксплуатации (продажи) объекта. После приведения показателей инвестиционного и прогнозируемого доходного денежных потоков к настоящей стоимости рассчитываются все рассмотренные ранее показатели оценки эффективности инвестиций: чистая настоящая стоимость, индекс доходности, период окупаемости, внутренняя норма доходности.

Обобщенная оценка инвестиционных проектов по критерию эффективности осуществляется на основе:

- суммы ранговой значимости всех рассматриваемых показателей;

- показателя эффективности инвестиций.

В зарубежной практике обычно используются показатели чистой настоящей стоимости (NPV) или внутренней нормы доходности (IRR)¹, которые позволяют определить меру эффективности инвестиционных проектов в сравнении с уровнем рентабельности хозяйственной деятельности, с нормой текущей доходности, со ставкой депозитного процента на денежном рынке. Аналогично проводится экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критериям риска и ликвидности;

5) окончательный отбор инвестиционных проектов в формируемый портфель с учетом его оптимизации и обеспечения необходимой диверсификации инвестиционной деятельности производится с учетом взаимосвязи всех рассмотренных критериев. Если тот или иной критерий является приоритетным при формировании портфеля (высокая доходность, безопасность и т.п.), то портфель может быть скорректирован путем оптимизации проектов по соотношению доходности и ликвидности, а также доходности и обеспечения отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

¹ Методика расчета этих показателей дана в приложениях.

Процесс *формирования портфеля ценных бумаг* и управления им, как и процесс формирования портфеля реальных инвестиционных проектов, складывается из пяти этапов:

1) определение инвестиционной политики или инвестиционных целей инвестора;

2) проведение анализа ценных бумаг. Существуют два основных метода выбора ценных бумаг — фундаментальный и технический.

Фундаментальный анализ и технический анализ не являются взаимоисключающими, они могут дополнять друг друга, но, как правило, аналитики специализируются на применении либо первого, либо второго метода. Фундаментальный анализ в целом используется при выборе соответствующей ценной бумаги, технический анализ — при определении подходящего момента времени для инвестирования в эту ценную бумагу;

3) формирование портфеля. На этом этапе производится отбор инвестиционных активов для включения их в портфель на основе результатов проведенного анализа с учетом целей конкретного инвестора. При этом учитываются такие факторы, как:

- тип инвестиционного портфеля,
- требуемый уровень доходности портфеля,
- допустимая степень риска,
- масштабы диверсификации портфеля,
- требования к ликвидности,
- налогообложение доходов и операций с различными видами

активов;

4) ревизия портфеля. Портфель подлежит периодическому пересмотру с тем, чтобы его состав не противоречил изменившейся общеэкономической ситуации, положению секторов и отраслей, инвестиционным качествам отдельных объектов инвестирования, целям инвестора. Пересмотр портфеля сводится к определению соотношения доходности и риска входящих в него бумаг. По результатам анализа принимается решение о возможности продажи какой-нибудь инвестиционной ценности. Как правило, ценная бумага продается в том случае, если:

- она не принесла ожидаемого дохода и нет надежды на его рост в будущем,
- ценная бумага выполнила свою функцию,
- появились более эффективные пути использования ресурсов.

Институциональные инвесторы проводят ревизию своих портфелей довольно часто, нередко даже ежедневно;

5) оценка фактической эффективности портфеля с точки зрения полученного дохода по нему и риска, сопровождающего инвестирование средств в выбранные объекты.

Оценка инвестиционного портфеля по критерию риска производится с учетом коэффициентов риска и объемов вложений в соответствующие виды инвестиций. Вначале по каждому виду инвестиций рассчитываются конкретные значения показателей риска. Совокупный риск инвестиционного портфеля предприятия определяется как соотношение сумм инвестиций по различным направлениям, взвешенным с учетом риска, и общей суммы инвестиций.

Совокупный риск инвестиционного портфеля в существенной мере зависит от уровня риска портфеля ценных бумаг, поскольку последний, в отличие от портфеля реальных инвестиционных проектов, характеризуется повышенным риском, распространяющимся не только на доход, но и на весь инвестированный капитал. При росте количества разнообразных ценных бумаг в портфеле уровень риска портфеля ценных бумаг может быть уменьшен, но не ниже уровня систематического риска. Данное положение справедливо для случая независимости ценных бумаг в портфеле; если ценные бумаги в портфеле взаимозависимы, то возможны два варианта. В случае прямой корреляционной зависимости при увеличении количества ценных бумаг в портфеле уровень риска не изменяется, так как доходность всех ценных бумаг падает или растет с одинаковой вероятностью. В случае обратной корреляционной зависимости наименее рискованный портфель ценных бумаг может быть сформирован при определении в нем оптимальных долей ценных бумаг разного типа.

При формировании смешанного инвестиционного портфеля необходимо произвести сравнение итоговых оценочных показателей субпортфелей, по результатам которого инвестиционные ресурсы могут быть перераспределены для более эффективной реализации инвестиционного портфеля в целом.

6.3. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ

Диверсификация инвестиций — вид инвестиционной стратегии, связанной с расширением или изменением инвестиционной деятельности.

Портфели ценных бумаг, построенные по принципу диверсификации, предполагают комбинацию из достаточно большого количества ценных бумаг с разнонаправленной динамикой движения курсовой стоимости (дохода). Такая диверсификация может носить отраслевой или региональный характер, а также проводиться по раз-

личным эмитентам. Диверсификация, призванная снизить инвестиционные риски при обеспечении максимальной доходности, основана на различиях в колебаниях доходов и курсовой стоимости ценных бумаг.

Специфический (несистематический) риск возникает под воздействием уникальных, специфических для отдельной компании или отрасли факторов и влияет на доходы отдельных ценных бумаг. Поэтому специфический риск может быть сокращен путем диверсификации, т.е. распределения инвестиций между ценными бумагами, по-разному реагирующих на экономические события различных компаний или отраслей.

Диверсификация — сознательное комбинирование инвестиционных объектов, при котором достигается не просто их разнообразие, но и определенная взаимосвязь между доходностью и риском.

По портфелю, состоящему из различных групп акций, диверсификация сокращает риск по отдельным группам акций, но, как правило, не может устранить его полностью. Для того чтобы максимально использовать возможности диверсификации для сокращения риска по портфелю инвестиций, необходимо включать в него и другие финансовые инструменты, например, облигации, золото, а также недвижимость.

В портфельной теории существует несколько подходов к диверсификации инвестиционных портфелей.

Традиционный подход к диверсификации («наивная» диверсификация, или «финансовое декорирование») состоит в том, что инвестор вкладывает средства в некоторое количество активов и надеется, что вариация ожидаемой доходности портфеля будет невелика. Например, такая диверсификация предусматривает владение различными видами ценных бумаг (акции, облигации), ценными бумагами отдельных предприятий, компаний различных отраслей. Такой подход может привести к выводу, что лучшей диверсификацией является вложение средств в как можно большее количество ценных бумаг различных компаний. Однако практикой доказано, что максимальное сокращение риска достижимо, если в портфеле имеется 10–15 различных ценных бумаг, при этом достигается достаточный уровень диверсификации без значительного увеличения издержек портфеля. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации, которая может привести к таким отрицательным результатам, как:

- невозможность качественного портфельного управления;
- покупка недостаточно надежных, доходных, ликвидных ценных бумаг;

- рост издержек, связанных с подбором ценных бумаг (расходы на предварительный анализ, консалтинг и т.д.);
- высокие издержки при покупке небольших партий ценных бумаг и т.д.

Меньшее количество ценных бумаг в портфеле приводит к повышенному риску за счет роста вероятности одновременного отклонения инвестиционных качеств ценных бумаг в сторону снижения.

В соответствии с современной портфельной теорией результаты простой диверсификации и диверсификации по отраслям, предприятиям, регионам и так далее по существу тождественны.

Эффект излишней диверсификации характеризуется превышением темпов прироста издержек по ее осуществлению над темпами прироста доходности портфеля.

6.4. МОДЕЛИ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Формирование инвестиционного портфеля обычно связывают с созданием оптимального портфеля по соотношению доходности и риска.

Новый подход к диверсификации портфеля был предложен Гарри Марковицем (Марковицем), основателем современной теории портфеля.

По мнению Марковича, инвестор должен принимать решение по выбору портфеля исходя исключительно из показателей ожидаемой доходности и стандартного отклонения доходности. Это означает, что инвестор выбирает лучший портфель, основываясь на соотношении обоих параметров. При этом интуиция играет определяющую роль. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение — как мера риска данного портфеля. Таким образом, после того как каждый портфель был исследован в смысле потенциального вознаграждения и риска, инвестор должен выбрать наиболее подходящий для него портфель.

Метод, применяемый при выборе оптимального портфеля, использует «кривые безразличия». Они отражают отношение инвестора к риску и доходности и могут быть представлены как график, на котором по горизонтальной оси откладываются значения риска, мерой которого является стандартное отклонение, а по вертикальной оси — величины вознаграждения, мерой которого служит ожидаемая доходность. Первое важное свойство кривых безразличия состоит в том, что все портфели, представленные на одной заданной кривой

безразличия, равноценны для инвестора. Второе важное свойство кривых безразличия: инвестор будет считать любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится выше и левее, более привлекательным, чем любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится ниже и правее.

Число кривых безразличия бесконечно, т.е. как бы ни были расположены две кривые безразличия на графике, всегда существует возможность построить третью кривую, лежащую между ними. Также можно сказать, что каждый инвестор строит график кривых безразличия, представляющих его собственный выбор ожидаемых доходностей и стандартных отклонений. Поэтому инвестор должен определить ожидаемую доходность и стандартное отклонение для каждого потенциального портфеля и нанести их на график в виде кривых безразличия.

Инвесторы, формируя портфель, стремятся максимизировать ожидаемую доходность своих инвестиций при определенном приемлемом для них уровне риска (и наоборот, минимизировать риск при ожидаемом уровне доходности). Портфель, удовлетворяющий этим требованиям, называется **эффективным портфелем**. Наиболее предпочтительный для инвестора эффективный портфель является оптимальным.

Инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых обеспечивает:

- максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска;
- минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности.

Набор портфелей, удовлетворяющий этим двум условиям, называется **эффективным множеством**. Причем особую важность имеют портфели, находящиеся на границе этого множества.

Для измерения риска, связанного с отдельной ценной бумагой, достаточно таких показателей, как вариация или стандартное отклонение (стандартная девиация). Но в случае портфеля необходимо принимать во внимание их взаимный риск, или ковариацию. Ковариация служит для измерения двух основных характеристик:

- 1) вариации доходов по различным ценным бумагам, входящим в портфель;
- 2) тенденции доходов этих ценных бумаг, которые могут изменяться в одном или разных направлениях.

Другим показателем, используемым для анализа портфеля ценных бумаг, является коэффициент корреляции, который может

варьироваться от $+1,0$ (когда значения двух переменных изменяются абсолютно синхронно, т.е. изменяются в одном и том же направлении) до $-1,0$ (когда значения переменных изменяются в точно противоположных направлениях). Нулевой коэффициент корреляции показывает, что изменение одной переменной не зависит от изменения другой. Значительная часть различных групп акций на биржах ведущих стран имеет положительный коэффициент корреляции.

Эффективная диверсификация по Марковичу предусматривает объединение ценных бумаг с коэффициентом корреляции менее единицы без существенного снижения доходности по портфелю. В общем, чем ниже коэффициент корреляции ценных бумаг, входящих в портфель, тем менее рискованным будет портфель. Это справедливо независимо от того, насколько рискованными являются данные ценные бумаги, взятые в отдельности, т.е. недостаточно инвестировать в как можно большее количество ценных бумаг, нужно уметь правильно выбирать эти ценные бумаги. Такая диверсификация в экономической литературе носит название «чудо диверсификации». Одновременные инвестиции в акции компаний, продукция которых взаимосвязана, в этом случае будут нецелесообразны.

Переход от портфеля из двух ценных бумаг к портфелю из n -ных бумаг предполагает: во-первых, огромный объем необходимых вычислений и в связи с этим возрастает важность использования компьютера и созданного Марковичем алгоритма; во-вторых, увеличение объема исходной информации, необходимой для аналитика. Поэтому на практике чаще используется модель, в основу которой положена корреляция доходов отдельного вида инвестиций с некоторым «индексом», а не со всеми остальными объектами инвестирования, взятыми в отдельности, а также модель ценообразования на капитальные активы.

Модель ценообразования на капитальные активы (САРМ) основывается на том факте, что инвесторы, вкладывающие средства в рискованные активы, ожидают некоторого дополнительного дохода, превышающего безрисковую ставку дохода как компенсацию за риск владения этими активами. Подобное требование описывается техническим термином «неприятие риска». Не принимающие риск инвесторы не обязательно избегают его. Однако они требуют компенсацию в форме дополнительного ожидаемого дохода за принятие риска по инвестициям, доходность по которым не является гарантированной.

САРМ предполагает, что норма дохода по рисковому активу складывается из нормы дохода по безрисковому активу (безрисковой ставки) и премии за риск, которая связана с уровнем риска по данному активу.

Фундаментальное допущение, положенное в основу данной модели, состоит в том, что та часть ожидаемого дохода по ценной бумаге или другому рисковому активу, которая приходится на премию за риск, является функцией связанного с данным активом систематического риска. Поскольку специфический риск достаточно легко можно устранить диверсификацией портфеля, то с точки зрения рынка он не является необходимым. А раз так, то рынок «не вознаграждает» инвестора за этот риск; вознаграждение за риск зависит только от систематического риска.

В соответствии с CAPM, если ожидаемая норма дохода и уровень риска будут такими, что точка, соответствующая данной ценной бумаге, окажется ниже прямой рынка ценных бумаг, то эта ценная бумага недооценена в том смысле, что доход по ней ниже, чем если бы он был в случае корректной оценки. Если норма дохода по ценной бумаге соответствует уровню риска, то такая ценная бумага будет размещаться на прямой рынка ценных бумаг.

Основные постулаты, на которых построена современная классическая портфельная теория, следующие:

- рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода считаются случайными величинами;

- инвестор в состоянии, например, исходя из статистических данных получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможной диверсификации риска;

- инвестор может сформировать любые допустимые (для данной модели) портфели из имеющихся на рынке активов. Доходность портфелей является также случайной величиной;

- сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях: средней доходности и риске;

- инвестор не склонен к риску, из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно выберет портфель с меньшим риском.

Модель оценки капитальных активов (модель Шарпа). Ожидаемую доходность актива можно определить с помощью так называемых индексных моделей. Их суть в том, что изменение доходности и цены актива зависят от ряда показателей, характеризующих состояние рынка, или индексов.

Модель Шарпа часто называют рыночной моделью. В ней представлена зависимость между ожидаемой доходностью актива и ожидаемой доходностью рынка. Она предполагается линейной. Независимая случайная ошибка показывает специфический риск актива,

который нельзя объяснить действием рыночных сил. Значение ее средней величины равно нулю. В случае широко диверсифицированного портфеля значения случайных переменных в силу того, что они изменяются как в положительном, так и в отрицательном направлении, гасят друг друга, и величина случайной переменной для портфеля в целом стремится к нулю. Поэтому для широко диверсифицированного портфеля специфическим риском можно пренебречь.

6.5. СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ

Процесс управления инвестиционным портфелем направлен на сохранение основных инвестиционных качеств портфеля и тех свойств, которые соответствуют интересам держателя. Формируя портфель, менеджер должен определить, в каких пропорциях включать в него активы различных категорий, например, акции, облигации и т.п. Такое решение называется **решением по распределению средств**. Оно зависит от оценок менеджером доходности и риска по данным группам активов и *коэффициента допустимости (толерантности)* риска клиента. Доходности активов в рамках каждой из групп обычно имеют высокую степень корреляции, поэтому более важно определить категорию актива, который принесет наибольшую доходность в будущих условиях, чем самые лучшие активы внутри каждой категории. Далее менеджер должен выбрать конкретные активы в рамках каждой категории. Такое решение называется **решением по выбору активов**. Совокупность методов и технических возможностей, применяемых к портфелю, называют **стилем (стратегией) управления**. Различают активный и пассивный стили управления портфелем.

Активный стиль управления. Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестированных средств. Менеджер должен быть способен сделать это более точно, чем финансовый рынок, т.е. уметь опережать ход событий, а также претворять в реальность то, что подсказывает ему умозрительный анализ. Соответственно, базовыми характеристиками активного управления являются:

- выбор ценных бумаг, приемлемых для формирования портфеля;
- определение сроков покупки или продажи финансовых активов.

При активном управлении считается, что содержание любого портфеля является временным. Когда разница в ожидаемых доходах,

полученная в результате либо удачного, либо ошибочного решения или из-за изменения рыночных условий, исчезает, составные части портфеля или он целиком заменяются другими.

Активное управление характеризуется тем, что менеджер:

— не верит в постоянную эффективность инвестиций и поэтому часто пересматривает состав и структуру портфеля, иногда весьма существенно;

— считает, что инвесторы имеют различные ожидания относительно дохода и риска, и поэтому он, имея более полную информацию, может обеспечить более эффективную, чем в среднем по рынку, структуру портфеля и более высокий доход («побить рынок»).

Активная стратегия управления портфелем предполагает тщательное отслеживание и быстрое приобретение инструментов, соответствующих инвестиционным целям формирования портфеля; максимально быстрое избавление от активов, которые перестали удовлетворять предъявляемым требованиям, т.е. оперативную ревизию портфеля. При этом менеджер (инвестор) сопоставляет показатели дохода и риска по «новому» портфелю (после ревизии) с инвестиционными качествами «старого» портфеля. Именно при активном управлении особое значение имеет прогноз изменения цен на финансовые инструменты.

Существуют четыре основные формы активного управления, которые базируются на *свопинге*, что означает постоянные обмен, ротацию ценных бумаг через финансовый рынок:

1) так называемый подбор чистого дохода — самая простая форма, когда из-за временной рыночной неэффективности две идентичные ценные бумаги обмениваются по ценам, немного отличающимся от номинала. В итоге реализуется ценная бумага с более низким доходом, а взамен приобретается инструмент с более высокой доходностью;

2) подмена — прием, при котором обмениваются две похожие, но не идентичные ценные бумаги. Например, существует облигация промышленной компании, выпущенная на 10 лет с доходностью 15%, и облигация транспортной компании сроком на 9 лет с доходностью 15%. Допустим, первая облигация продается по цене на 10 пунктов выше, чем вторая. В данной ситуации владельцы облигаций могут расценить возможным «свопировать» облигации промышленной компании, так как 10 пунктов добавочного дохода с продлением срока действия облигации на один год являются довольно существенной прибавкой;

3) сектор-своп — более сложная форма свопинга, когда осуществляется перемещение ценных бумаг из разных секторов экономики, с различным сроком действия, доходом и т.п. В настоящее время появилось большое количество компаний, которые специально занимаются поиском «ненормальных» инструментов, показатели которых заметно отличаются от средних. При получении заключения, что факторы, вызывающие «ненормальность», могут исчезнуть, указанные фирмы проводят с «ненормальными» ценными бумагами акты купли-продажи;

4) операции, основанные на предвидении учетной ставки. Идея этой формы заключается в стремлении удлинить срок действия портфеля, когда ставки снижаются, и сократить срок действия, когда ставки растут. Чем больше срок действия портфеля, тем больше цена портфеля подвержена изменениям учетных ставок.

Приемы активного управления, применяемого к портфелям, состоящим из разных видов ценных бумаг, различны.

В рамках активного стиля управления *портфелем обыкновенных акций* выделяют:

- стратегию акций роста основана на ожидании того, что компании, прибыль которых растет более быстрыми темпами (выше средних), со временем принесут больший (выше среднего) доход для инвесторов. Для таких акций, как правило, характерен высокий риск. Следует отбирать акции, цена которых на данный момент времени не отражает в достаточной степени высокие темпы роста доходов компании (текущие и ожидаемые);

- стратегию недооцененных акций, заключающуюся в отборе акций с высоким дивидендным доходом или высоким отношением рыночной цены акции к ее балансовой стоимости, или низким отношением цена — доход. Разновидностью данного подхода является формирование портфеля из акций непопулярных в данный момент времени секторов и отраслей;

- стратегию компании с низкой капитализацией. Акции небольших по размеру компаний часто приносят более высокий доход, поскольку те обладают большим потенциалом роста, хотя их акции и имеют более высокую степень риска;

- стратегию *market timing* — выбор времени покупки и продажи ценных бумаг на основе анализа конъюнктуры рынка (покупать, когда цены низкие, и продавать, когда цены высокие). В использовании этой стратегии основная роль принадлежит техническому анализу.

В отношении *портфеля облигаций* используются следующие стратегии активного управления:

— стратегия «*Market timing*». Основана на прогнозе рыночных процентных ставок. Применяется наиболее часто. Если ожидается повышение процентных ставок, то менеджер будет стремиться к тому, чтобы сократить *дюрацию* (средневзвешенный срок жизни) портфеля с целью минимизировать убытки от снижения цен облигаций. Это достигается заменой (операция *своп*) долгосрочных облигаций на краткосрочные. Напротив, если ожидается падение процентных ставок, менеджер удлинит *дюрацию* портфеля облигаций. При этом необходимо, чтобы информация, на которой строится прогноз, не была заранее отражена в текущих рыночных ценах облигаций;

— стратегия выбора сектора. Портфель формируется из облигаций определенного сектора, находящегося, по мнению менеджера, в более благоприятных условиях — казначейских, муниципальных, корпоративных облигаций или, например, высокодоходных облигаций с низким кредитным рейтингом. Если ситуация на рынке меняется, происходит переключение на облигации другого сектора;

— стратегия принятия кредитного риска. В портфель отбираются (с помощью фундаментального анализа) те облигации, по которым, по мнению менеджера, вероятно повышение кредитного рейтинга;

— стратегия иммунизации портфеля облигаций. Процентный риск по купонной облигации состоит из двух компонентов: ценового риска и риска реинвестирования, которые изменяются в противоположных направлениях. Одним из способов обеспечения требуемой доходности по портфелю облигаций является его *иммунизация*. Говорят, что портфель облигаций иммунизирован против изменения процентной ставки, если риск *реинвестирования* и ценовой риск полностью компенсируют друг друга. Такой результат достигается в том случае, когда период владения портфелем совпадает с *дюрацией* портфеля.

Таким образом, иммунизация имеет место тогда, когда требуемый период владения портфелем облигаций равняется *дюреции* данного портфеля. Например, иммунизация портфеля на пять лет требует приобретения набора облигаций со средней *дюрацией* (не средним сроком до погашения) равной пяти годам. Существуют определенные ограничения в использовании иммунизации: *дюрация* меняется с течением времени и при изменении рыночных процентных ставок. Поэтому для постоянной иммунизации портфеля облигаций необходимо периодически проводить его ревизию.

Активный стиль управления весьма трудоемок и требует значительных трудовых и финансовых затрат, так как связан с активной информационной, аналитической и торговой деятельностью на финансовом рынке:

- 1) проведением самостоятельного анализа;
- 2) составлением прогноза состояния рынка в целом и его отдельных сегментов;
- 3) созданием обширной собственной информационной базы и базы экспертных оценок. Как правило, активным управлением портфеля занимаются крупные профессиональные участники финансового рынка: банки, инвестиционные фонды и др., обладающие большими финансовыми возможностями и штатом высококвалифицированных менеджеров (управляющих портфелями).

Активную стратегию проводят менеджеры, полагающие, что рынок не всегда, по крайней мере в отношении отдельных бумаг, является эффективным, а инвесторы имеют различные ожидания относительно их доходности и риска. В итоге цена данных активов завышена или занижена. Поэтому активная стратегия сводится к частому пересмотру портфеля в поисках финансовых инструментов, которые неверно оценены рынком, и торговле им в целях получения более высокой доходности.

Активную стратегию менеджер может строить на основе приобретения рыночного портфеля в сочетании с кредитованием или заимствованием.

Вследствие изменения конъюнктуры рынка менеджер периодически будет пересматривать портфель. Покупка и продажа активов повлечет дополнительные комиссионные расходы. Поэтому, определяя целесообразность пересмотра портфеля, ему следует учесть в издержках данные расходы, поскольку они будут снижать доходность портфеля.

Пассивный стиль управления. Основной принцип пассивного стиля управления портфелем — «купить и держать». Пассивное управление основано на представлении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени и предполагает создание хорошо диверсифицированного портфеля с определенными на длительную перспективу показателями ожидаемого дохода и риска; изменения структуры портфеля редки и незначительны.

Применение пассивной стратегии управления портфелем основывается на выполнении следующих условий:

■ рынок эффективен. Это означает, что цены финансовых инструментов отражают всю имеющуюся информацию и считаются «справедливыми». Поскольку нет недооцененных или переоцененных ценных бумаг, то нет и смысла в активной торговле ими;

■ все инвесторы имеют одинаковые ожидания относительно дохода и риска по ценным бумагам, поэтому нет необходимости совершать с ними сделки купли-продажи.

Типичный пассивный инвестор формирует свой портфель из комбинации безрискового актива и так называемого рыночного портфеля. Он не рассчитывает «побить» рынок, а лишь ожидает справедливого дохода по своему портфелю — вознаграждения за принимаемый им риск. Важным преимуществом пассивного управления является низкий уровень накладных расходов.

Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками ценных бумаг различной срочности (метод «лестницы» — приобретаются ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода существования портфеля).

Простейшим подходом в рамках пассивного управления портфелем акций является попытка «купить» рынок. Такая стратегия часто называется *методом индексного фонда*.

Индексный фонд — это портфель, созданный для зеркального отражения движения выбранного индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг. Чтобы добиться соответствия структуры портфеля структуре индекса, различные ценные бумаги включаются в портфель в такой же пропорции, как и при расчете индекса. Если доля какой-то фирмы при подсчете индекса составляет 10%, то инвестор, создающий портфель из обычных акций и желающий, чтобы его портфель зеркально отражал состояние рынка ценных бумаг, должен иметь в своем портфеле 10% акций этой фирмы из общего числа акций портфеля. Иногда портфель формируется не из всех акций, входящих в индекс, а лишь из тех, которые занимают в индексе наибольший удельный вес. Или же портфель может быть сформирован из некоторого набора акций при сохранении доли, которую занимает в индексе определенный сегмент рынка, например отрасль.

При пассивном управлении портфелем ценных бумаг применяется также *метод сдерживания портфелей*. Его суть состоит в инвестировании в неэффективные ценные бумаги. При этом выбираются акции с наименьшим соотношением цены к доходу, что позволяет получить доход от спекулятивных операций на бирже. Сначала, когда цена акций падает, их покупают, затем, когда цена возвращается к нормальному уровню, их продают.

Стратегии пассивного управления портфелем облигаций:

— купить и держать до погашения. При такой стратегии менеджер практически не уделяет внимания направлению изменения рыночных процентных ставок, анализ необходим главным образом для изучения риска неплатежеспособности. Цель этого подхода заключается в получении дохода, превышающего уровень инфляции, при минимизации риска процентных ставок. Данная стратегия в основном применяется инвесторами, заинтересованными в получении высокого купонного дохода в течение длительного периода времени, такими, как взаимные фонды облигаций, страховые компании и т.п.;

— индексные фонды. Управлять индексным фондом облигаций сложнее, чем фондом акций, поскольку, во-первых, состав индексов по облигациям меняется чаще (одни выпуски погашаются, новые облигации выпускаются в обращение), и, во-вторых, многие индексы включают в свой состав неликвидные облигации;

— приведение в соответствие денежных потоков предполагает формирование портфеля, который позволяет с наименьшими издержками обеспечить полное соответствие притоков денежных средств (доходов) оттокам (обязательствам).

Пассивные портфели характеризуются низким оборотом, минимальным уровнем накладных расходов и низким уровнем специфического риска.

Пассивный портфель пересматривается только в том случае, если изменились установки инвестора или на рынке сформировалось новое общее мнение относительно риска и доходности рыночного портфеля. Пассивный менеджер не ставит перед собой цель получить более высокую доходность, чем в среднем предлагает рынок для данного уровня риска.

Пассивное управление портфелем состоит в приобретении активов с целью держать их длительный период времени. Если в портфель включены активы, выпущенные на определенный период времени, например облигации, то после их погашения они заменяются аналогичными бумагами и т.п. до окончания инвестиционного горизонта клиента. При такой стратегии текущие изменения в курсовой стоимости активов не принимаются в расчет, так как в длительной перспективе плюсы и минусы от изменения их цены будут гасить друг друга.

Активно-пассивный стиль управления. Управляющие портфелями могут объединять подходы активной и пассивной стратегий. Например, основная часть портфеля остается без изменений, в то время как ценными бумагами, составляющими отдельные, меньшие по величине субпортфели, ведется активная торговля.

6.6. МОНИТОРИНГ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ

Эффективность управления портфелем ценных бумаг предполагает проведение мониторинга портфеля ценных бумаг в целях осуществления необходимой корректировки принятых решений. Важным принципом проведения мониторинга является сопоставимость результатов, для обеспечения которой необходимо применять единую методику и использовать ее через равные интервалы времени.

Результативность мониторинга во многом зависит от построения системы показателей портфеля, степени ее репрезентативности, а также чувствительности к неблагоприятным изменениям, имеющим отношение к рассматриваемому инвестиционному объекту.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Что входит в понятие «инвестиционный портфель»?
2. Как осуществляется формирование портфеля инвестиций?
3. Назовите этапы формирования портфеля реальных инвестиционных проектов.
4. Назовите этапы формирования портфеля ценных бумаг.
5. Что такое ревизия портфеля?
6. В чем состоит оценка фактической эффективности портфеля?
7. Что отражает эффект излишней диверсификации?
8. Какие вы знаете модели формирования портфеля инвестиций?
9. Что понимается под стратегией управления инвестиционным портфелем?
10. Что такое пассивный стиль управления?
11. Для чего нужен мониторинг инвестиционного портфеля?

ТЕМА 7

ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Основным источником финансирования капитальных вложений в индустриально развитых странах с развитой рыночной экономикой являются собственные средства корпораций в форме нераспределенной прибыли и амортизации основного капитала. Они дополняются определенной долей доходов от продажи собственных ценных бумаг (акций и облигаций) и кредитов, полученных с рынка ссудного капитала.

Эффективность самофинансирования и его уровень зависят от удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов корпорации. В практике промышленно развитых стран (США, Канада, страны ЕС, Япония) его считают высоким, если доля собственных средств превышает 60% от общего объема финансирования (внутреннего и внешнего).

В международной практике для финансового обеспечения перспективных проектов используют следующие источники финансирования:

- средства частных компаний (корпораций) и индивидуальных инвесторов;
- возможности мирового фондового рынка;
- кредиты международных финансово-кредитных организаций (Международного валютного фонда, Мирового банка, Европейского банка реконструкции и развития и др.);
- кредиты международных экспортных агентств;
- кредиты национальных коммерческих банков и т.д.

Ни один из перечисленных источников не является единственно возможным. Для многих крупных проектов целесообразно привлекать комбинированные (смешанные) источники финансирования. Инвестиционный процесс предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта (ВВП) от текущего потребления на цели накопления. Инвестиционные ресурсы исключаются из расширенного воспроизводства на весь период до ввода в действие производственных мощностей и объектов. В дальнейшем вложенные средства возвращаются инвестору (застройщику) в процессе эксплуатации объектов строительства (за счет выручки от продажи товаров). Большая длительность инвестиционного цикла и высокая стоимость

строящихся объектов требуют выделения специальных ресурсов (материалов, оборудования и др.), экономический оборот которых опосредуют денежные средства.

Источники финансирования реальных инвестиций (капитальных вложений) тесно связаны с системой финансово-кредитных отношений, возникающих на микроуровне между участниками инвестиционного процесса — застройщиками, подрядчиками, банками, государством и иными субъектами.

7.1. БЮДЖЕТНЫЕ АССИГНОВАНИЯ

Бюджетные ассигнования осуществляются в процессе выполнения государством своих функций — экономической, оборонной, правоохранительной, созидательной, экологической, социальной и др. Посредством капитальных вложений государство реально влияет на структурную перестройку экономики, обеспечивая повышение эффективности народнохозяйственного комплекса, ликвидацию диспропорций в развитии отдельных отраслей и регионов, сохранение единого экономического пространства.

Получателями бюджетных ассигнований могут быть предприятия, находящиеся в государственной собственности, а также юридические лица, участвующие в реализации государственных программ. Финансирование государственных инвестиций осуществляется в соответствии с уровнем принятия решений. На федеральном уровне финансируются федеральные программы и объекты, находящиеся в федеральной собственности, на региональном — региональные программы и объекты, находящиеся в собственности отдельных конкретных территорий.

Бюджетному финансированию присущ ряд принципов:

- получение максимального экономического и социального эффекта при минимуме затрат;
- целевой характер использования бюджетных ресурсов;
- предоставление бюджетных средств стройкам и подрядным организациям по мере выполнения плана и с учетом использования ранее выделенных ассигнований.

Достижение максимального эффекта при минимальных затратах выражается в том, что бюджетные средства должны предоставляться лишь в том случае, если соответствующий проект обеспечивает наибольшую результативность.

Комплексная оценка экономической эффективности любого инвестиционного проекта, в финансировании которого используются

средства федерального бюджета, выполняется по системе различных критериев и показателей эффективности, отражающей интересы каждого участника. Для государства в качестве такого критерия выступают макроэкономические показатели — прирост валового и чистого национального продукта, национального дохода; для предприятия — размер увеличения прибыли; для населения — размер снижения стоимости квартир, различных услуг социального характера.

Целевой характер использования бюджетных ресурсов заключается в том, что финансирование конкретных строек и объектов осуществляется после утверждения бюджета на соответствующий год, тем самым обеспечивается контроль за расходованием ресурсов по ранее определенным направлениям.

Финансирование строек и объектов, сооружаемых для федеральных нужд, может быть возвратным и безвозвратным.

Безвозвратное финансирование, как правило, осуществляется в целях развития принципиально новых направлений производственной деятельности, например, таких, которые способны дать импульс развитию сопряженных отраслей. Кроме того, средства федерального бюджета на безвозвратной основе направляются на реализацию конверсионных, оборонных, экологических и других подобных объектов, не рассчитанных на коммерческую отдачу или ее быстрое получение.

Возвратное финансирование чаще всего сориентировано на коммерческий эффект от осуществляемого инвестиционного проекта. Практика показывает, что любая поддержка со стороны государства наиболее важна именно на ранних стадиях реализации проекта. Поэтому возвратное бюджетное финансирование, как правило, дополняется системой льгот, например налоговых, кредитных, носящих временный характер.

Безвозвратное финансирование за счет средств федерального бюджета осуществляется при включении данного объекта строительства в утверждаемый перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд. В такой перечень входят объекты, которым обеспечивается приоритетная государственная поддержка ввиду их высокой значимости и необходимости, а также отсутствия других источников их финансирования.

Для открытия финансирования федеральные органы исполнительной власти — государственные заказчики — представляют в Министерство финансов Российской Федерации информацию о перечне строек и объектов, подлежащих финансированию, с указанием объемов финансирования, и государственные контракты (договоры подряда) по строительству этих объектов. Финансирование открывается

после утверждения перечня объектов, подлежащих возведению, путем перечисления выделенных средств государственным заказчикам либо по их поручению другим органам, входящим в данную систему.

7.2. ВНЕБЮДЖЕТНЫЕ СРЕДСТВА

К внебюджетным средствам относятся:

- собственные средства предприятий и организаций;
- заемные средства;
- привлеченные средства;
- средства внебюджетных фондов;
- средства индивидуальных застройщиков;
- иностранные инвестиции.

К собственным средствам финансирования относятся:

- прибыль;
- амортизационные отчисления;
- внутрихозяйственные резервы;
- средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий и др.

К заемным средствам финансирования относятся:

- кредиты банков и других кредитных институтов;
- эмиссия облигаций фирмы;
- целевой государственный инвестиционный кредит;
- инвестиционный лизинг.

К привлеченным средствам финансирования относятся:

- эмиссия акций фирмы;
- инвестиционные взносы в уставный капитал;
- государственные средства, предоставляемые на целевое инвестирование в виде дотаций, грантов и долевого участия;
- средства коммерческих структур, предоставляемые безвозмездно на целевое инвестирование.

7.3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ, КОМПАНИИ, ФИРМЫ

К основным источникам формирования капитальных вложений предприятий (фирм) относятся:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий, и др.);

— заемные финансовые средства инвесторов или переданные им средства (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и др.);

— привлеченные финансовые средства инвестора (средства, получаемые от продажи акций, паевых и иных взносов членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);

— финансовые средства, централизуемые объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;

— средства внебюджетных фондов;

— средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозвратной и возвратной основе, средства бюджетов субъектов Российской Федерации;

— средства иностранных инвесторов.

Финансирование капитальных вложений по стройкам и объектам может осуществляться за счет как одного, так и нескольких инвестиционных ресурсов.

7.4. РОЛЬ СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ ИНВЕСТОРОВ

Собственные источники — самые надежные из всех существующих источников финансирования инвестиций. В этом случае снижается риск банкротства. Самофинансирование развития предприятия означает его хорошее финансовое состояние, а также обладает определенными преимуществами перед конкурентами, у которых такой возможности нет. Основными собственными источниками финансирования инвестиций в любой коммерческой организации являются чистая прибыль и амортизационные отчисления.

Структура собственных источников средств предприятия имеет следующий вид:

- прибыль от основной деятельности;
- прибыль от реализации выбывшего имущества;
- прибыль от внереализационных операций;
- устойчивые пассивы;
- целевые поступления;
- паевые и иные взносы членов трудового коллектива.

Главная цель предприятия в условиях рынка заключается в получении максимальной прибыли, являющейся основным финансовым результатом деятельности предприятия.

Балансовая прибыль на предприятии складывается из прибыли, полученной от реализации продукции (работ, услуг), прибыли от продажи имущества предприятия, доходов, полученных от вне-

ализационных операций за вычетом расходов, связанных с внереализационными операциями.

Баловая прибыль является налогооблагаемой базой для исчисления налога на прибыль. Предприятие интересуется та прибыль, которая остается в его распоряжении, т.е. чистая прибыль, определяемая как балансовая прибыль за вычетом налогов и других обязательных платежей, уплачиваемых из прибыли.

Прибыль должна направляться на развитие предприятия в том случае, если уровень его технического развития низкий, что является тормозом для выпуска конкурентоспособной продукции и возможной причиной банкротства предприятия. Распределение прибыли на предприятии должно быть экономически и социально обосновано.

Прибыль должна способствовать реализации перспективного плана развития предприятия.

Амортизационные отчисления также служат главным источником воспроизводства основных фондов. **Амортизация** — это процесс переноса стоимости основных фондов на выпускаемую продукцию в течение их нормативного срока службы. Амортизационные отчисления призваны обеспечить не только простое, но и в определенной мере расширенное воспроизводство. В развитых странах амортизационные отчисления до 70–80% покрывают потребности предприятий в инвестициях. Преимущество амортизационных отчислений как источника инвестиций по сравнению с другими заключается в том, что при любом финансовом положении предприятия этот источник имеет место и остается в распоряжении предприятия.

Таким образом, расширяется и становится более устойчивой финансовая база инвестирования.

Кроме того, в финансовые ресурсы предприятия входят устойчивые пассивы, различные целевые поступления, паевые и иные взносы членов трудового коллектива. К устойчивым пассивам относятся: уставный, резервный и другие капиталы; долгосрочные займы; постоянно находящаяся в обороте предприятия кредиторская задолженность (по зарплате из-за разницы сроков начисления и выплаты, по отчислениям во внебюджетные фонды, в бюджет, по расчетам с покупателями и поставщиками).

7.5. ПРИВЛЕЧЕННЫЕ И ЗАЕМНЫЕ СРЕДСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ-ИНВЕСТОРА

Привлеченные средства — это средства, предоставленные на постоянной основе, по которым может осуществляться выплата владельцам этих средств дохода (в виде дивиденда, процента) и которые

могут практически не возвращаться владельцам. В их числе можно назвать: средства от эмиссии акций; дополнительные взносы (паи) в уставный капитал; также целевое государственное финансирование на безвозмездной или долевой основе.

Заемные средства — это денежные ресурсы, полученные в ссуду на определенный срок и подлежащие возврату с уплатой процента. Заемные средства включают: средства, полученные от выпуска облигаций, других долговых обязательств, а также кредиты банков, других финансово-кредитных институтов, государства.

Мобилизация привлеченных и заемных средств осуществляется различными способами. Основные из них — привлечение капитала через рынок ценных бумаг, рынок кредитных ресурсов, государственное финансирование.

Средства, подученные в результате эмиссии и размещения ценных бумаг, служат одним из основных источников финансирования инвестиций.

Эмиссия акций. Средства от эмиссии акций являются одним из наиболее широко используемых для финансирования инвестиций источников, который активно применяется акционерными обществами для привлечения акционерного капитала. Увеличение собственного капитала через выпуск акций возможно при преобразовании фирмы, испытывающей потребность в финансовых ресурсах, в акционерное общество или при выпуске уже функционирующим акционерным обществом новых акций, которые могут размещаться как среди прежних, так и среди новых акционеров. В последнем случае прежним акционерам предоставляются, как правило, преимущественные права на приобретение новых акций в той пропорции, которая соответствует их доле в уже существующем акционерном капитале, прежде чем новые акции будут предложены сторонним инвесторам. Такая практика позволяет акционерам поддерживать свою долю в капитале на определенном уровне, сохраняя контроль над деятельностью акционерного общества. При недостаточности средств для покупки дополнительных акций у прежних акционеров акции размещаются среди новых владельцев, что объективно уменьшает долю акций, сосредоточенных в руках у акционеров, и соответственно степень их участия в капитале акционерного общества.

Эмиссия облигаций. Одним из источников финансирования инвестиционной деятельности может быть эмиссия облигаций, направленная на привлечение временно свободных денежных средств населения и коммерческих структур. Срок облигационного займа, как правило, должен быть не менее продолжительным, чем средний срок

осуществления инвестиционного проекта, с тем чтобы погашение обязательств по облигационному долгу производилось после получения отдачи от вложенных средств.

Привлекательность облигаций для потенциальных инвесторов во многом определяется условиями их размещения. Условия облигационного займа включают: сумму и срок займа; число выпущенных облигаций; уровень процентной ставки; условия процентных выплат; дату; формы и порядок погашения; оговорки по вопросам конверсии облигаций; защиту интересов кредиторов и др. Предлагаемые условия должны быть достаточно выгодными для инвесторов и обеспечивать ликвидность облигаций, в ряде случаев — возможность возврата средств по ним до истечения определенного при эмиссии облигаций срока путем купли-продажи на фондовых биржах или через инвестиционные институты внебиржевого рынка.

При выборе источников формирования инвестиционных ресурсов важно учитывать преимущества и недостатки, характерные для различных способов привлечения капитала.

Основным преимуществом эмиссии акций как способа мобилизации финансовых ресурсов акционерными обществами является меньшая степень риска по сравнению с использованием заемных средств, что выражается в следующем:

- акционерное финансирование позволяет увеличить акционерный капитал на долгосрочной основе. Привлеченные средства выплачиваются их владельцам лишь при ликвидации акционерного общества, в то время как заемный капитал подлежит возврату в оговоренный срок; размещение акций в отличие от кредитных отношений не требует использования залога или гарантий;

- акционерное общество может не платить дивиденды по обычным акциям при отсутствии прибыли, а по решению собрания акционеров — при наличии прибыли, тогда как при использовании облигационного финансирования необходимо соблюдать принцип платности:

- при финансировании крупных инвестиционных проектов привлечение капитала путем выпуска акций позволяет перенести выплаты средств на тот период, когда проекты будут уже сами генерировать доход.

7.6. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ЦЕНА КАПИТАЛА

Понятие средневзвешенного капитала включает в себя оценки таких источников, как заемный капитал, привилегированные акции, нераспределенная прибыль и обыкновенные акции нового выпуска.

Каждая фирма определяет свою оптимальную структуру капитала как комбинацию различных источников, способствующих максимизации цены акций фирмы. Когда фирма привлекает новый капитал, обычно она старается осуществить финансирование таким образом, чтобы с течением времени сохранить фактическую структуру капитала по возможности более близкой к оптимальной.

Если фирма использует различные типы заемного капитала в качестве своих постоянных источников финансирования, цена этого источника сама может быть средней из некоторых компонент; собственный капитал, используемый в вычислениях, представлен либо ценой нераспределенной прибыли, либо ценой обыкновенных акций нового выпуска. Инвестор заинтересован в получении цены капитала в первую очередь для формирования инвестиционного бюджета, а для этих целей требуется значение предельных затрат. Это означает, что необходимо исчислить цену каждого рубля прироста капитала, сделанного в течение года.

7.7. МЕТОДЫ СТИМУЛИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

Политика стимулирования инвесторов в развитых и развивающихся странах различается весьма существенно.

В практике стимулирования инвесторов промышленно развитых стран преобладают финансовые средства, а для развивающихся государств и стран с переходной экономикой — фискальные и налоговые средства стимулирования; чаще всего используются льготные таможенные пошлины на импортируемое производственное оборудование (что в промышленно развитых странах является малоэффективной мерой по причине невысоких ставок пошлин на большинство видов промышленного оборудования), уменьшение ставок корпоративного налога на прибыль, предоставление налоговых каникул.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой при реализации государственной политики стимулирования привлечения инвестиций исходят из налоговых стимулов. Цель таких мер состоит в том, что эти страны хотят содействовать экономической реструктуризации, экономическому росту, используя приток внешних и внутренних ресурсов.

Наиболее часто встречающиеся методы стимулирования инвесторов:

- инвестиционные скидки;
- налоговый кредит;
- налоговые каникулы;

- ускоренная амортизация,
- инвестиционные субсидии;
- льготы косвенного налогообложения, в частности сниженные ставки таможенных пошлин.

Инвестиционные скидки и налоговый кредит по сравнению с налоговыми каникулами обладают преимуществами, поскольку являются более действенными инструментами для привлечения капитала в той или иной желательной форме.

Наиболее проста и эффективна система налогового кредита. Если сумма налогового кредита, предоставляемого квалифицированному предприятию, определена, то она перечисляется на специальный налоговый счет. Компания, получившая такую льготу, будет считаться обычным налогоплательщиком, отличие такой компании состоит в том, что ответственность за налогообложение доходов будет оплачиваться за счет кредитов, возвращаемых с налогового счета, пока saldo баланса доводится до нуля. После этого налоговый счет закрывается на определенный период, а неиспользованные суммы налогового кредита разрешается использовать.

Налоговый кредит — это вычет из налога на прибыль части инвестиционных расходов компании, возможно, с условием использования этого кредита для последующих капиталовложений.

Система инвестиционных скидок применяется в форме сниженных налоговых ставок аналогично практике налогового кредита и имеет адекватный эффект. Различие заключается в том, что корпоративный налог имеет несколько ставок, предоставляемую же сумму инвестиционной скидки стоит определить не в абсолютном выражении, а в форме налоговой ставки, в которой предоставляется скидка. В противном случае сумма предоставляемого налогового кредита не будет зависеть от ставки налога.

Инвестиционная скидка может иметь форму скидки на истощение недр, предоставление которой ведет к уменьшению налогообложения прибыли добывающей индустрии.

Еще одна разновидность инвестиционных скидок — уменьшение корпоративного налога на половину разницы между расходами на НИОКР текущего года и средними затратами на научные исследования двух предшествующих периодов, но с учетом роста цен.

При ускоренной амортизации большая часть прибыли, чем при обычной амортизации, попадает в издержки производства и освобождается от налогообложения.

По сравнению с другими методами налоговых стимулов для привлечения инвестиций *ускоренная амортизация* имеет два преимущества:

1) обходится дешевле, чем доходы, от которых отказались ранее, что частично покрывалось стоимостью последних лет действия активов;

2) если ускоренная амортизация предоставлена на временной основе, то она может стимулировать на краткосрочный период рост капиталовложений, так как инвесторы, вероятно, вложат капитал, чтобы получить эффект в будущем.

Инвестиционные субсидии являются разновидностью инвестиционных скидок или налоговых кредитов, но их предоставление проблематично, так как имеет риск для бюджета (бюджетная эффективность таких субсидий может быть отрицательной).

Стимулирование косвенных налогов осуществляется в форме исключения из-под обложения НДС сырья и капиталоемких товаров, а также введения системы условно беспошлинного ввоза.

Особое место среди средств стимулирования иностранных инвесторов занимают *свободные экономические зоны*, которые представляют собой зоны с особым юридическим и экономическим статусом, создающим благоприятные условия для привлечения иностранных инвестиций на основе ряда льгот.

7.8. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Иностранные инвестиции — это вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории какой-либо страны в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, в том числе денег, ценных бумаг, иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности, а также услуг и информации.

В зарубежной литературе иностранные инвестиции обычно делятся на прямые и портфельные (в отличие от отечественной литературы, где дополнительно выделяют прочие иностранные инвестиции). Прямые инвестиции предполагают такое помещение капитала иностранным инвестором, при котором он приобретает контроль над отечественным предприятием. Обычно это бывает в случаях, когда иностранная компания собирается эксплуатировать данную фирму в своих интересах (получение большей прибыли, проникновение на внутренний рынок в обход высоких таможенных пошлин, перемещение собственного производства в район более низкой заработной платы или близкий к объемным рынкам сбыта или источникам сырья, материалов). При портфельных инвестициях для их владельца имеет значение только доход, а контроль за предприятием его не интересует.

Отношение к иностранным инвестициям в стране зависит от целей, которые она ставит. Прямые инвестиции иностранных фирм рассматриваются не только как дополнительный источник для внутренних капиталовложений, но и как способ получения доступа к новой, более совершенной технологии, к системе сбыта на внешних рынках, к новым источникам финансирования. Иностранные инвестиции могут содействовать ускорению создания новых производств.

Вместе с тем здесь имеются и серьезные опасения, что передача иностранным корпорациям контроля за ресурсами может привести к их оттоку за рубеж по необоснованно низким ценам, негативно скажется на потенциале национального развития экономики. Реальная политика в отношении иностранных инвестиций должна строиться исходя из оценки полного баланса их плюсов и минусов.

Привлечение иностранных инвестиций в экономику должно способствовать решению ряда проблем социально-экономического развития. Это:

- освоение невостребованного научно-технического потенциала, особенно на конверсионных предприятиях военно-промышленного комплекса;

- продвижение российских товаров и технологий на внешний рынок;

- содействие расширению и диверсификации экспортного потенциала и развитию импортозамещающих производств в отдельных отраслях;

- содействие притоку капитала в трудоизбыточные регионы и районы с богатыми природными ресурсами для ускорения их освоения;

- создание новых рабочих мест и освоение передовых форм организации производства;

- освоение опыта цивилизованных отношений в сфере предпринимательства;

- содействие развитию производственной инфраструктуры.

Основные формы инвестиций иностранного капитала в отечественную экономику включают:

- инвестиции в форме государственных заимствований Российской Федерации;

- инвестиции в форме вклада в акционерный капитал российских предприятий;

- инвестиции в форме вложения в ценные бумаги;

- иностранные кредиты;

- лизинговые кредиты;

- финансовые кредиты российским предприятиям.

Правовой режим деятельности иностранных инвесторов и использования полученной от инвестиций прибыли не может быть менее благоприятным, чем правовой режим деятельности и использования полученной от инвестиций прибыли, предоставленный российским инвесторам, за изъятиями, устанавливаемыми федеральными законами.

Изъятия ограничительного характера для иностранных инвесторов могут быть установлены только в той мере, в какой это необходимо в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

Изъятия стимулирующего характера в виде льгот для иностранных инвесторов могут быть установлены в интересах социально-экономического развития Российской Федерации. Виды льгот и порядок их предоставления устанавливаются российским законодательством.

Основным документом, устанавливающим правовой режим деятельности иностранных инвестиций в России, является Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (с последующими изменениями и дополнениями). Законом установлены специальные меры правовой защиты, гарантии и льготы для предприятий с иностранными инвестициями.

Иностранный инвестор, коммерческая организация с иностранными инвестициями, созданная на территории Российской Федерации, в которой иностранный инвестор (иностранные инвесторы) владеет (владеют) не менее чем 10% доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале указанной организации, при осуществлении ими реинвестирования пользуются в полном объеме правовой защитой, гарантиями и льготами, установленными российским законодательством.

Российская коммерческая организация получает статус коммерческой организации с иностранными инвестициями со дня вхождения в ее состав участников иностранного инвестора. С этого дня коммерческая организация с иностранными инвестициями и иностранный инвестор пользуются правовой защитой, гарантиями и льготами.

Коммерческая организация утрачивает статус коммерческой организации с иностранными инвестициями со дня выхода иностранного инвестора из состава ее участников (при наличии нескольких иностранных инвесторов в составе ее участников — в случае выхода всех иностранных инвесторов). С этого дня указанная коммерческая организация и иностранный инвестор утрачивают правовую защиту, гарантии и льготы.

Важным условием привлечения иностранных инвестиций, способствующим минимизации рисков зарубежных инвесторов, является государственное гарантирование прав и интересов зарубежных инвесторов, которое может осуществляться:

- на основе конституций или специальных нормативных актов;
- в рамках двусторонних и многосторонних межгосударственных соглашений о защите и стимулировании иностранных инвестиций;
- через участие в Конвенции по урегулированию инвестиционных споров между государствами и гражданами других стран.

В конституциях многих стран содержатся положения о неприкосновенности собственности и о возможности ее экспроприации только в строго определенных случаях (как правило, при нарушении общественных интересов). Конституционно закрепляются права на справедливую компенсацию и способы урегулирования споров при несогласии собственника с фактом, размерами, сроками конфискации. Эти гарантии обычно распространяются и на иностранных собственников. В странах, где приняты специальные законы и кодексы в области инвестиционной деятельности, отмеченные положения конкретизируются в данных нормативных актах. Межгосударственные соглашения о взаимной защите и поощрении иностранных инвестиций включают в себя, как правило, следующие обязательства: создание благоприятного режима для капитальных вложений при инвестиционной и связанной с ней деятельности иностранных инвесторов; обеспечение защиты иностранной собственности; гарантии в отношении беспрепятственного перевода доходов от иностранных инвестиций и соответствующей компенсации в случае экспроприации иностранной собственности; рассмотрение споров по вопросам иностранных капиталовложений в третейских судах.

В целях содействия иностранным инвестициям создано Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МАИГ). Оно обеспечивает иностранным инвесторам долгосрочные гарантии на следующие случаи некоммерческих рисков:

- введение правительством страны, принимающей капитал, ограничений на обмен и перевод капиталов;
- законодательные или административные меры принимающей страны, лишаящие иностранного инвестора права на собственность контроля над инвестициями или значительно снижающие его доходы;
- административная и судебная практика принимающей страны, нарушающая права иностранных инвесторов и ведущая к расторжению договоров, заключенных с ее государственными институтами;
- вооруженные конфликты и гражданские войны.

Агентство способствует улучшению инвестиционного режима в принимающих странах и другими способами: путем реализации программ по повышению квалификации кадров правительственных структур, частных фирм посредством проведения конференций и семинаров, оказания консультативной помощи правительствам стран — членов МАИГ по разработке нормативных документов, направленных на поощрение иностранных инвестиций.

7.9. РЫНОК МЕЖДУНАРОДНЫХ КРЕДИТОВ

Кредит — это коммерческая сделка, в которой кредитор передает заемщику определенное количество денег (или товаров), а тот обязуется через определенное время вернуть их и выплатить проценты в сроки и по схеме, оговоренным в кредитном договоре. **Международный кредит** — это кредит в сфере международных экономических отношений. Кредиторами и заемщиками здесь могут быть предприятия, банки, государства и международные организации.

Международный кредит характеризуется:

1) целью выдачи кредита. При выдаче кредита часто определяется его направление, и кредитные ресурсы по договору нельзя использовать на другие цели. Такие кредиты называют связанными. Некоторые целевые кредиты выдаются по льготным ставкам, которые регулируются специальными международными соглашениями;

2) назначением кредита. В зависимости от того, какие сделки обслуживает кредит, различают коммерческие кредиты, обеспечивающие потребности экспортеров и импортеров, финансовые кредиты, используемые на любые другие нужды, например прямые и портфельные инвестиции, товарные кредиты, предоставляемые непосредственно в форме некоторого товара, «проектные» кредиты, используемые для финансирования различных инвестиционных проектов (проектное финансирование);

3) сроком кредитования. По срокам кредиты делят на сверхкраткосрочные — суточные, недельные, до трех месяцев, краткосрочные — до одного года, среднесрочные — от одного года до пяти лет, долгосрочные — свыше пяти лет;

4) валютой займа (или видом занимаемого товара). Кредиты выдаются в валюте страны-заемщика, страны-кредитора, в валюте третьей страны или в международной счетной единице;

5) суммой кредита и условиями его отдачи. Условия отдачи кредита могут быть весьма различны. Сумму кредита погашают сразу или частями в соответствии с договором. Кредитор может принимать

участие, например, в «проектных» кредитах и засчитывать часть кредитных средств в качестве своей доли участия в проекте;

6) схемой уплаты процентов. В договоре могут оговариваться различные схемы выплаты процентов. Например, часто после получения кредита и перед началом выплаты процентов заемщику предоставляется льготный период, когда выплаты с него не требуются;

7) обеспечением кредита. По этому признаку выделяют обеспеченные и банковые кредиты, выдаваемые без залога. По форме различают твердый залог, когда в качестве залога заемщик предоставляет кредитору определенную товарную массу, залог товара в обороте и залог товара в переработке (заложенный товар трансформируется во время действия кредита, например, закладывается сахарная свекла, из которой производится сахар). Банковые кредиты обычно выдаются только очень хорошо известным банку и проверенным фирмам или банкам.

Международные кредиты делят на фирменные, т.е. предоставляемые отдельными компаниями, банковские и межгосударственные. Возможны также смешанные кредиты, когда кредиторами, например, выступают совместно государства и частные банки.

Фирменные кредиты. Фирменный (коммерческий) кредит — это ссуда, предоставляемая компанией одной страны (обычно экспортером) компании другой страны (импортеру) в форме отсрочки платежа. Различают несколько разновидностей фирменного кредита.

1. *Вексельный кредит.* Экспортер заключает соглашение о продаже товара и выставляет на импортера переводной вексель (тратту). Импортер акцептует его, т.е. дает согласие на его оплату в указанный срок.

2. *Кредит по открытому счету.* Экспортер регулярно посылает товар импортеру и записывает на его счет в качестве долга стоимость отгруженных товаров, а импортер обязуется погасить долг в определенный срок. Таким образом, экспортер фактически предоставляет импортеру товарный кредит.

3. *Кредит с авансовым платежом.* Импортер оплачивает обычно около 15% стоимости поставляемых товаров, чаще всего машин и оборудования. При невыполнении договора импортером затраты экспортера могут покрываться за счет авансированной суммы. Покупательский аванс служит одной из форм кредитования экспорта и средством обеспечения обязательств импортера.

Фирменные кредиты обычно сочетаются с банковскими.

Банковские кредиты. Банки кредитуют экспортеров и импортеров под залог товаров, векселей и в форме учета переводных вексе-

лей — тратт. Банковские кредиты делятся на кредиты по экспорту и кредиты по импорту.

1. *Банковские кредиты по экспорту.* Банковские кредиты для финансирования экспорта предоставляются под товары в стране экспортера, товары в пути или товарные документы в стране экспортера. Эти кредиты дают экспортерам возможность продолжить накопление экспортных товаров, не дожидаясь реализации предыдущих партий. Экономическая функция этого кредита — превращение части капитала экспортера в денежную форму и ускорение его оборота.

2. *Банковские кредиты по импорту.* Различают акцептные и акцептно-рамбурсные кредиты.

Акцептный кредит выдается при акцепте (согласии) банка импортера на оплату тратты экспортера. Это означает, что импортер сумел договориться с банком своей страны о том, что он акцептует (примет) тратту экспортера и выдаст ему деньги по векселю. Теперь уже не импортер, а банк становится должником по тратте. Товары, отгруженные экспортером, переходят в собственность банка импортера, а он передает их импортеру в пользование. Важно, что существует рынок банковских акцептов. Так что акцептованная первоклассным банком тратта легко может быть продана на этом рынке. Вырученные после продажи тратты на рынке деньги банк импортера может использовать для своих нужд вплоть до наступления срока платежа по тратте. Перед наступлением этого срока импортер погашает свой долг банку и получает в собственность товары, полученные им от экспортера, но до этого времени находившиеся в собственности банка. За это время тратта могла многократно переходить из рук в руки на рынке банковских акцептов. В конце концов, владелец тратты предъявляет ее банку импортера, который уже получил от импортера деньги и готов ее оплатить. Акцептные кредиты выдают только крупные первоклассные банки, иначе акцептованные ими векселя будет трудно продать на рынке банковских акцептов.

Акцептно-рамбурсный кредит предусматривает участие в схеме специализированного банка-акцептанта, который имеет хороший выход на рынок банковских акцептов. Эта форма отличается от предыдущей тем, что обязательства по тратте принимает на себя банк-акцептант, соглашение об акцепте с которым заключает банк импортера. После истечения срока тратты банк импортера переводит (рамбурсирует) сумму векселя банку-акцептанту в обмен на переданное ранее обеспечение.

3. *Синдицированный кредит.* В последние годы большое распространение получили синдицированные банковские кредиты, когда

несколько банков объединяют свои ресурсы для осуществления крупномасштабного проектного финансирования. Примером может служить финансирование одного из крупных проектов XX в. — строительства евротуннеля под Ла-Маншем, соединяющего Великобританию с континентальной Европой. Капитал, специально созданной для этого, компании в сумме 10 млрд франков был мобилизован путем выпуска акций. Международный кредит на сумму 20 млрд франков был предоставлен банковским синдикатом, возглавляемым французским банком «Креди Лионнэ» и состоящим из 209 банков разных стран. Был установлен рекордно большой срок погашения — 18 лет.

Банковское кредитование может идти также по схемам *финансового лизинга, факторинга и форфейтинга*.

Межгосударственные кредиты. Эти кредиты выдаются государственными или международными организациями из средств бюджетов или фондов соответствующих международных организаций. Они делятся на следующие группы.

1. Двусторонние правительственные кредиты. Страны-кредиторы объединены в Парижский клуб.

2. Кредиты международных и региональных финансовых организаций. В этой группе особую роль играют кредиты МВФ. Они делятся на несколько видов:

а) обычный кредит МВФ. Предназначен для преодоления временных трудностей платежного баланса в пределах года. Он может быть продлен до 4—5 лет;

б) компенсационный кредит. Выделяется для компенсации сокращения экспортной выручки, происшедшего по не зависящим от страны заемщика причинам, на срок от 3 до 5 лет;

в) «буферный» стабилизационный кредит. Предоставляется на срок 3—5 лет для финансирования запасов добываемого сырья, возникших вследствие неблагоприятной конъюнктуры мирового рынка;

г) кредиты типа «расширенное финансирование». Предназначены для проведения структурной перестройки внешних расчетов. Срок — от 4 до 10 лет.

Кредиты МВФ являются важным сигналом о финансовом состоянии страны для других кредиторов. Если МВФ дает кредиты, то страна может рассчитывать получить и дополнительные кредиты от других государств и международных организаций.

3. Кредиты государственных банков. Хотя Всемирная торговая организация (ВТО) запрещает субсидирование экспорта, большинство государств прямо или косвенно поддерживает своих экспортеров. Для этого используются государственные кредиты и страхование частных

кредитов, осуществляемое государственными или частно-государственными организациями.

Новой формой международного кредитования стало *совместное финансирование*. Эта форма кредитования используется государствами и банками разных стран для осуществления *проектного финансирования*, т.е. целевого финансирования крупных, чаще всего международных, инвестиционных проектов.

Конкурентом международного кредитования на рынке ссудных капиталов выступает рынок обязательств.

7.10. МИРОВОЙ РЫНОК ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Главное отличие рынка обязательств от кредитного рынка заключается в оформлении долга заемщика в форме ценной бумаги, свободно обращающейся на рынке. Кредитором в этом случае выступает не конкретная фирма или банк, а рынок. Облигация может многократно переходить из рук в руки, прежде чем она будет предъявлена организации-эмитенту к погашению.

Эмитировать облигации могут: международные организации; национальные правительства; правительства регионов и провинций; муниципалитеты, квазигосударственные эмитенты (государственные и частно-государственные банки и корпорации), коммерческие банки; корпорации и другие организации.

Еврооблигации, т.е. облигации, номинированные в евровалютах (долларах, иенах и т.д.), составляют около 10% мирового рынка обязательств, но в международных экономических и валютно-кредитных отношениях они играют ведущую роль. Новыми тенденциями рынка в конце 90-х — начале 2000-х годов стали рост участия на рынках институциональных инвесторов — страховых компаний, пенсионных и взаимных фондов. Другой важной тенденцией стало увеличение размеров облигационных эмиссий. Сейчас уже привычными стали крупные эмиссии, так называемые эмиссии «джамбо», превышающие по объему 4 млрд дол. Одновременно с этим в начале века наметился процесс «бегства к качеству», или «несклонности к риску» (*risk aversion*). Инвесторы предпочитают безопасные формы инвестиций, несмотря на высокую доходность альтернативных, более рискованных видов вложений.

Международные организации, такие, как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, региональные банки реконструкции и развития, проявляют в последние годы растущую активность на рынке еврооблигаций. Обладая самыми высокими рейтинга-

ми, в условиях усиления тенденции «бегства к качеству», они получили возможность расширить свою долю рынка. Они эмитировали несколько крупных облигационных выпусков типа «джамбо».

Государства и квазигосударственные заемщики также постепенно расширяют свою долю рынка. Среди развитых стран с высокими рейтингами значительную эмиссионную активность в последние годы демонстрируют Канада, Швеция, Испания и Италия, а среди развивающихся — Аргентина, Ливан, Мексика и Таиланд.

Среди квазигосударственных заемщиков — государственных и частно-государственных организаций — своей активностью на рынке еврооблигаций выделяются американские Федеральная национальная ипотечная ассоциация (FNMA, или «Фенни Мей») и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (FHLMC, или «Фредди Мак»).

Региональные правительства также довольно активны. Например, правительство канадской провинции Онтарио заимствует больше правительства самой Канады.

Корпорации и финансовые институты, в свое время создавшие евторынки, продолжают занимать лидирующее положение, ежегодно эмитируя от 50 до 75% общего объема еврозаймов. При этом нефинансовые предприятия предпочитают выпуски с фиксированной ставкой, а финансовые организации — с плавающей ставкой. Среди частных заемщиков заметны существенные региональные различия. Если в США доля корпоративных заемщиков на евторынке превышает 70%, а на банки и финансовые организации приходится 30%, то среди европейских заемщиков 80% составляют финансовые организации, а европейские корпорации предпочитают финансироваться за счет национального банковского кредита.

Организация выпуска еврооблигаций — довольно трудоемкая и дорогостоящая процедура. Она начинается с того, что заемщик проводит тендер среди желающих стать генеральным управляющим выпуска облигаций. В тендере принимают участие инвестиционные банки, специализирующиеся на выводе новых облигационных выпусков на рынок. Генеральный управляющий обычно создает синдикат финансовых организаций — участников первичного размещения облигаций. Они проводят *андеррайтинг*, т.е. дают гарантию выкупить у заемщика весь выпуск (или его определенную часть). Следующий этап — организация презентации выпуска, которая проводится с участием высокопоставленных представителей эмитента и генерального управляющего. Наконец, запускается торговля облигациями.

Виды облигаций, обращающихся на рынке, весьма разнообразны. Насчитывается более 80 специальных терминов, обозначающих

различные виды облигаций. Наиболее важными и распространенными являются стандартные облигации с фиксированной купонной ставкой (*strait*) и облигации с плавающей купонной ставкой (*floating-rate notes*, или *FRNs*). Ставка последних чаще всего определяется по ставке лондонского рынка банковских депозитов (LIBOR). Большое распространение получили также конвертируемые облигации. Эти облигации по желанию инвестора можно конвертировать в обыкновенные или привилегированные акции данного эмитента. В последние годы быстро развиваются программы выпуска среднесрочных облигаций, именуемых MTN. Программы предусматривают многократный выход эмитента на рынок с различными облигациями и предлагают гибкие формы регулярных заимствований. Они напоминают кредитные линии банков, но кредитором здесь выступает сам рынок. Гибкость и возможность подстраиваться под конкретного инвестора дают возможность MTN успешно конкурировать с банковскими кредитами. Еврорынок MTN возник в начале 1990-х годов, и в течение первого десятилетия было запущено более 10 тыс. программ с использованием 32 валют. MTN часто бывают рассчитаны на очень длительные периоды. Например, компания «Уолт Дисней» в 1993 г. в рамках программы MTN выпустила 100-летние облигации.

Регулирование рынка еврооблигаций осуществляют профессиональные объединения участников рынка — Ассоциация дилеров международных облигаций (ISMA) и Ассоциация участников первичного рынка (IPMA). Национальные органы регулирования на евро-рынках практически не влияют.

7.11. МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Выделяют следующие способы финансирования проекта:

- акционерное финансирование, представляющее собой вклады денежных средств, передачу оборудования, технологий;
- финансирование из государственных источников, осуществляемое непосредственно за счет инвестиционных программ в форме кредитов (в том числе льготных) и за счет прямого субсидирования;
- долговое финансирование, производимое за счет кредитов банков и долговых обязательств юридических и физических лиц;
- лизинговое финансирование, представляющее собой долгосрочную аренду, связанную с передачей в пользование оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого имущества;

■ финансирование за счет авансовых платежей будущих пользователей, заинтересованных в реализации проекта, заключающееся в предоставлении ими финансовых средств, материалов, оборудования, консалтинговых услуг на осуществление проекта. При этом потребителям, внесшим средства в проект, предоставляется ряд льгот, но они не являются собственниками проекта;

■ самофинансирование, осуществляемое за счет собственных средств предприятия.

7.12. АКЦИОНИРОВАНИЕ КАК МЕТОД ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Целями акционерного общества на рынке ценных бумаг являются:

- 1) привлечение инвестиций;
- 2) формирование устойчивого спроса на ценные бумаги общества;
- 3) получение дохода.

Акционерные общества (корпорации) — основная форма организации бизнеса, так как они имеют большие преимущества по сравнению с другими организационно-правовыми формами. Основными их преимуществами являются:

■ ограниченная ответственность их участников, которые могут понести убытки лишь в размере своего взноса;

■ упрощенная процедура передачи прав собственности (продажа акций);

■ большие возможности мобилизации капитала через эмиссию акций и облигаций, что составляет основу быстрого и продуктивного роста.

Акционерные общества представляют собой наиболее удобную форму деловой организации хозяйствующих субъектов по целому ряду причин.

Во-первых, акционерные общества могут иметь неограниченный срок существования, тогда как период функционирования предприятий, основанных на индивидуальной собственности, или товариществ с участием физических лиц, как правило, ограничен рамками жизни их учредителей.

Во-вторых, акционерные общества благодаря выпуску акций получают более широкие возможности в привлечении дополнительных средств по сравнению с некорпоративным бизнесом.

В-третьих, поскольку акции, как правило, обладают достаточно высокой ликвидностью, их гораздо проще продать при выходе

из акционерного общества, чем вернуть долю в уставном капитале товарищества или общества с ограниченной ответственностью.

7.13. РОЛЬ БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

Основная роль финансовых рынков — трансформировать сбережения в производственные инвестиции. Без финансовых рынков предприятия должны были бы находиться полностью на самофинансировании, что резко ограничило бы возможности их развития.

Одним из важнейших ресурсов, мобилизуемых на финансовом рынке, является банковский кредит. При этом немаловажное значение для заемщика имеет уровень учетного процента, который определяется спросом и предложением на ссудный капитал, величиной процента по депозитам, уровнем инфляции в стране, ожиданиями инвесторов относительно перспектив развития экономики. Проценты, взимаемые банками, дифференцируются в зависимости от сроков и размеров предоставленных кредитов, их обеспеченности, формы кредитования, степени кредитного риска и т.д. В настоящее время инвесторы привлекают кредит в те сферы предпринимательской деятельности, которые дают быструю отдачу.

Долгосрочный кредит в основные фонды предприятия обычно называют инвестиционным.

Необходимость долгосрочного кредита основана на несоответствии имеющихся у предприятия средств и потребностей в них для расширенного воспроизводства. Именно в этих условиях возникают кредитные отношения долговременного характера, что дает возможность заемщику получить деньги раньше, чем он сможет их извлечь из обращения после реализации товара.

Преимущество кредитного метода финансирования капитальных вложений связано с возвратностью средств. Это предполагает взаимосвязь между фактической окупаемостью капитальных затрат и возвратом долгосрочного кредита в срок.

Объектами банковского кредитования капиталовложений предприятий всех форм собственности являются затраты:

- на строительство, расширение и реконструкцию объектов производственного и непроизводственного назначения;
- приобретение движимого и недвижимого имущества (построек, оборудования и т.д.);
- образование новых предприятий с участием иностранных инвесторов;
- создание научно-технической продукции, интеллектуальных ценностей и других объектов собственности.

Порядок предоставления, оформления и погашения долгосрочных кредитов регулируется правилами банков и кредитными договорами с заемщиками.

В кредитном договоре предусматриваются:

- сумма выдаваемого кредита;
- сроки и порядок его использования;
- процентные ставки и прочие платежи по кредиту;
- обязанности и экономическая ответственность сторон;
- формы обеспечения обязательств (залог имущества, поручительство и др.);
- перечень документов, представляемых банку для оформления кредита.

При установлении сроков и периодичности погашения долгосрочного кредита банк принимает во внимание:

- 1) окупаемость затрат за счет чистой прибыли заемщика;
- 2) платежеспособность предприятия;
- 3) уровень кредитного риска;
- 4) возможности ускорения оборачиваемости кредитных ресурсов.

Для получения долгосрочной ссуды заемщик представляет банку документы о его платежеспособности:

- бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату;
- отчет о прибылях и убытках;
- технико-экономические обоснования и расчеты к ним, подтверждающие эффективность и окупаемость затрат по кредитуемым мероприятиям и проектам (чаще всего заемщик представляет бизнес-план).

За счет долгосрочного кредита оплачиваются проектные и строительно-монтажные работы, поставки оборудования и других необходимых ресурсов для строительства. Заемные средства по вновь начинаемым стройкам и объектам возвращаются после ввода их в эксплуатацию в сроки, установленные в договоре. По строящимся на действующих предприятиях объектам возврат кредитов начинается до ввода их в действие.

Проценты за пользование кредитными ресурсами начисляются с даты их предоставления в соответствии с заключенным договором между предприятием и банком. Погашение процентов за пользование заемными средствами осуществляется:

- 1) по вновь начинаемым стройкам и объектам — после сдачи их в эксплуатацию в сроки, определенные в кредитном договоре;
- 2) объектам, сооружаемым на действующих предприятиях, — ежемесячно с даты получения этих средств.

Долгосрочный кредит еще столь широко не распространен в народном хозяйстве России. Одна из причин заключается в том, что инвестиции в реальную экономику пока преимущественно ограничиваются кредитованием торгово-закупочных и посреднических операций, уровень доходности которых превышает банковские процентные ставки. Второй причиной являются высокий банковский риск, неразвитость надлежащего страхования, финансовая несостоятельность многих предприятий.

7.14. ФИНАНСИРОВАНИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА ОСНОВЕ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ

Ценные бумаги, эмитируемые акционерными компаниями, классифицируют на долевые (акции) и долговые (облигации). При таком их делении долг представляет собой сумму денежных средств, которая должна быть возвращена вместе с процентами.

С финансовых позиций основные отличия между долгом и акционерным капиталом заключаются в следующем:

- долг не служит подтверждением участия в собственности компании;

- платежи компаний по выплате процентов считаются расходами по ведению бизнеса и освобождены от налогов. Выплата дивидендов по акциям облагается налогом;

- непогашенный долг является обязательством компании. Если он не погашен, кредиторы имеют право претендовать на ее имущество (активы). Платой за высокий долг является возможность банкротства или реорганизации компании. Это не случается, если происходит увеличение акционерного капитала.

Все долговые ценные бумаги (облигации) являются обязательством компании выплатить к определенному сроку основную сумму долга и производить регулярную выплату процентов за непогашенную его часть. Облигации выражают, как правило, обеспеченный долг, каковым являются активы (имущество) компании. Облигации часто представляют и негарантированные обязательства компании.

В практике США долговой распиской считается необеспеченное долговое обязательство со сроком обращения от 10 лет и более. Владельцы долговых расписок имеют право взыскания только на то имущество компании, которое не составляет предмет залога (имущество, остающееся после учета всех залогов и выданных обеспечений). Сегодня практически все публично размещенные в США облигации промышленных и финансовых компаний представляют собой долго-

вые расписки. Однако облигации железных дорог и общественных предприятий обеспечены залогом имущества. Существуют и другие признаки корпоративных облигаций, такие, как возможность досрочного выкупа, создание фондов их погашения, рейтинг, специальные механизмы защиты инвесторов.

Все эти черты облигаций находят отражение в проспекте эмиссии — письменном договоре между компанией (заемщиком) и ее кредиторами. Обычно компания назначает доверенное лицо (например, банк), представляющее интересы держателей облигаций. Такая трастовая компания обязана следить за соблюдением условий проспекта эмиссии, управлять фондом погашения облигаций и представлять интересы владельцев этих ценных бумаг в случае возникновения серьезных финансовых трудностей у эмитента.

Обычно проспект эмиссии содержит следующие ключевые разделы:

- основные условия выпуска облигаций;
- общее количество эмитируемых бумаг;
- описание имущества, которое является обеспечением выпуска;
- договоренности по выплатам и погашению;
- условия досрочного погашения;
- характеристика способов защиты вкладчиков.

Корпоративные облигации выпускают обычно именными. Это означает, что компания ведет реестр держателей, в котором фиксируются права собственности на каждую облигацию и все изменения в составе владельцев. В практике США компания выплачивает проценты и основную сумму долга посредством чека, направляемого по почте лицу, указанному в реестре. Корпоративная облигация может быть именной и иметь приложенные к ней купоны. Для получения процентов владелец отделяет купон от облигации и посылает его держателю реестра компании (платежному агенту). Облигация может выпускаться без указания имени владельца, платежи в таком случае выплачиваются любому лицу, предъявившему купон.

Облигации погашают по истечении срока их обращения, после которого держатель облигаций получит указанный на них номинал, или же они могут погашаться полностью либо частично до истечения срока обращения (досрочно). Досрочное погашение осуществляют за счет специально накопленных денежных фондов. **Фонд погашения облигаций** — это счет, управляемый доверенным лицом и используемый для их досрочного погашения. Имеется несколько способов досрочного погашения облигаций:

— единовременное погашение до истечения срока обращения облигаций;

— погашение равными долями в течение периода обращения;

— при дефиците денежных средств — в виде одного крупного платежа по истечении срока обращения облигаций.

Досрочный выкуп позволяет компании погасить часть выпущенных в обращение облигаций по фиксированным ценам в определенный момент времени, что отражается в проспекте эмиссии. Под защитой от долгосрочного выкупа подразумевают период времени, в течение которого эмитент не вправе долгосрочно погашать облигации. Защитный механизм используется для защиты прав и интересов владельцев облигаций. Например, компания не может закладывать любые активы другим кредиторам, не может слиться с другой компанией, не должна выпускать другие облигации и т.д.

В США в структуре корпоративного финансирования компаний на долю эмиссионных ценных бумаг (включая облигации) приходится примерно 20–25%.

В индустриально развитых странах объем эмиссии облигаций колеблется от 10–15% до 60–65% общего объема выпуска корпоративных ценных бумаг, что отражает их роль как альтернативного источника инвестиций.

Практика развитых стран подтверждает, что с помощью эмиссии облигаций можно мобилизовать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов, обеспечить их владельцам устойчивый процентный доход, гарантировать его первоочередную выплату (по сравнению с дивидендами по акциям).

Привлечение заемного капитала в форме выпуска облигаций обеспечивает акционерному обществу ряд преимуществ:

■ эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением общества (как в случае с выпуском акций);

■ облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям);

■ облигации имеют большую возможность распространения, чем акций, по причине меньшего риска для инвесторов, поскольку обеспечены имуществом общества;

■ корпоративные облигации обеспечивают привлечение капитала на длительный период времени — до 10 лет, что позволяет финансировать среднесрочные и долгосрочные инвестиционные программы корпораций;

■ облигации известных корпораций предлагают более низкий процентный доход по ним, так как обладают минимальным риском, следовательно, имеют более выгодные для эмитентов условия привлечения капитала по сравнению с долгосрочным банковским кредитом;

■ массовый выпуск надежных и привлекательных корпоративных облигаций при отлаженной системе их размещения создает потенциальные возможности для привлечения сбережений населения в реальный сектор экономики, т.е. для трансформации денежных накоплений семейных хозяйств в инвестиции.

В то же время эмиссия облигаций имеет негативные последствия для акционерного общества:

■ облигации не могут быть эмитированы для формирования уставного капитала и покрытия временного недостатка денежных средств;

■ эмиссия облигаций связана со значительными дополнительными расходами эмитента и требует длительных сроков привлечения средств;

■ эмиссию облигаций на крупную сумму могут позволить себе только солидные акционерные общества (корпорации);

■ финансовая ответственность акционерного общества за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень высока, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей осуществляется через процедуру банкротства;

■ после выпуска облигаций, вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке, средняя ставка ссудного процента может быть значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу. Это ставит эмитента в невыгодные финансовые условия.

7.15. ДРУГИЕ ФОРМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ И КРЕДИТОВАНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Проектное финансирование. Под **проектным финансированием** в международной практике понимается финансирование инвестиционных проектов, характеризующееся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат инвестиционные качества самого проекта, те доходы, которые получит создаваемое или реструктурируемое предприятие в будущем. Специфический механизм проектного финансирования включает анализ технических и экономических характеристик инвестиционного проекта и оценку связанных

с ним рисков, а базой возврата вложенных средств служат доходы проекта, остающиеся после покрытия всех издержек.

Особенностью этой формы финансирования является также возможность совмещения различных видов капитала: банковского, коммерческого, государственного, международного. В отличие от традиционной кредитной сделки может быть осуществлено рассредоточение риска между участниками инвестиционного проекта.

Проектное финансирование характеризуется широким составом кредиторов, что обуславливает возможность организовать консорциумы, интересы которых представляют, как правило, наиболее крупные кредитные институты — банки-агенты. В качестве источников финансирования могут привлекаться средства международных финансовых рынков, специализированных агентств экспортных кредитов, финансовых, инвестиционных, лизинговых и страховых компаний, долгосрочные кредиты МБРР, МФК, ЕБРР. Крупные банки, занимающиеся финансированием инвестиционных проектов, имеют специализированные подразделения для организации, контроля и анализа реализации проектов.

Среди используемых зарубежными банками моделей проектного финансирования можно выделить несколько схем.

Схема финансирования под будущие поставки продукции часто используется при осуществлении нефтяных, газовых и других сырьевых проектов. Ее относят к формам финансирования с ограниченным регрессом на заемщика, подкрепляемым контрактами, в которых предусматриваются безусловные обязательства покупателя типа «брать и платить» и «брать/или платить» с третьими кредитоспособными сторонами. Эта схема предполагает участие как минимум трех сторон: кредиторов (банковский консорциум), проектной (специальной компании, занимающейся непосредственной реализацией инвестиционного проекта) и посреднической компании — покупателя продукции. Посредническая компания может учреждаться кредиторами.

Механизм действия рассматриваемой схемы следующий. Банковский консорциум, финансирующий проект, предоставляет кредит посреднической компании, та, в свою очередь, передает денежные средства проектной компании в форме аванса за будущую поставку последней определенного количества продукции по фиксированной цене, достаточной для погашения долга. Погашение кредитов увязывается с движением денежных потоков от реализации поставляемой продукции.

Схема «строить — эксплуатировать — передавать» и «строить — владеть — эксплуатировать — передавать» с привлечением иностранных инвестиций при сочетании финансирования с ограниченным

регрессом с финансированием под правительственную гарантию. В соответствии со схемой «строить — эксплуатировать — передавать» на основе получения от государственных органов концессии группа учредителей создает компанию, в обязанности которой входят финансирование и организация строительства объекта. После завершения работ компания вправе эксплуатировать или владеть объектом. Государство может содействовать реализации инвестиционного проекта путем заключения контракта на покупку объекта по фиксированной цене или опционной сделки, предоставления гарантий банку, кредитующему проект.

Организация финансирования инвестиционного проекта на условиях «строить — владеть — эксплуатировать — передавать» предполагает получение специальной компанией от государства лицензий на основе *франчайзинга*. Здесь имеет место кредитование непосредственно специальной компании под гарантии правительства.

При использовании названных выше схем происходит *распределение проектных рисков между участниками* (специальной компанией-подрядчиком, кредитором-банком или их группой и государством), закрепляемое в концессионном договоре или франчайзинг-соглашении, обеспечивается взаимная заинтересованность участников проекта в своевременном и эффективном его осуществлении.

Привлекательность данных схем для государства обусловлена следующим:

- государство, играя важную роль в реализации проекта, не несет при этом расходов, что сводит к минимуму влияние на его бюджет;
- через некоторое время, определяемое периодом концессии или франчайзинг-соглашения, государство получает в собственность действующий объект;
- использование механизма конкурсного отбора, переключение финансирования на частный сектор вследствие его более высокой эффективности позволяет добиться больших результатов;
- стимулирование притока высоких технологий, иностранных инвестиций, достигаемое посредством использования этих схем, позволяет решить национально значимые экономические и социальные проблемы.

7.16. ЛИЗИНГ: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА КАК МЕТОДА ФИНАНСИРОВАНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Под лизингом обычно понимают **долгосрочную аренду машин и оборудования** на срок от 3 до 20 лет и более, купленных арендодателем для арендатора в целях их производственного использования при

сохранении права собственности на них за арендодателем на весь срок договора.

Возникновение лизинга обусловлено потребностью в инвестициях в условиях научно-технического прогресса и невозможностью их полного удовлетворения за счет традиционных методов финансирования — использования собственных, заемных и других средств. Как показала мировая практика, с чисто финансовой стороны лизинговые операции выгодны не только лизингодателям, но и лизингополучателям.

Лизинг — специфическая форма финансирования в основные фонды, осуществляемая специальными (лизинговыми) компаниями, которые, приобретая для инвестора машины и оборудование, как бы кредитуют арендатора.

Предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства, иное движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

Предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Субъектами лизинга являются:

- лизингодатель — физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных и/или собственных средств приобретает в ходе реализации договора лизинга в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на установленный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга;

- лизингополучатель — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на установленный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование в соответствии с договором лизинга;

- продавец — физическое или юридическое лицо, которое по договору купли-продажи с лизингодателем продает последнему в обусловленный срок имущество, являющееся предметом лизинга. Продавец обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю в соответствии с условиями договора купли-продажи.

Продавец может одновременно выступать в качестве лизингополучателя в пределах одного лизингового правоотношения.

Любой из субъектов лизинга может быть резидентом или нерезидентом Российской Федерации.

Сублизинг — вид поднайма предмета лизинга, при котором лизингополучатель по договору лизинга передает третьим лицам (лизингополучателям по договору сублизинга) во владение и в пользование за плату и на срок в соответствии с условиями договора сублизинга имущество, полученное ранее от лизингодателя по договору лизинга и составляющее предмет лизинга.

При передаче имущества в сублизинг право требования к продавцу переходит к лизингополучателю по договору сублизинга.

При передаче предмета лизинга в сублизинг обязательным является согласие лизингодателя в письменной форме.

С экономической точки зрения лизинг сходен с кредитом, предоставленным на приобретение оборудования. При покупке реальных активов в кредит покупатель вносит в установленные сроки платежи в погашение долга, при этом продавец реальных активов для обеспечения возврата кредита сохраняет за собой право собственности на кредитруемый объект до полного погашения ссуды.

Традиционно участниками любой лизинговой сделки являются три субъекта: лизингодатель, лизингополучатель и продавец лизингового имущества.

Актуальность развития лизинга обусловлены следующими причинами:

- лизинговые операции в определенной мере позволяют непосредственно предоставить средства предприятиям для обновления основных производственных фондов;

- лизинговые операции особенно выгодны в случае, когда предприятию требуются какие-либо машины или оборудование на небольшой срок;

- лизинговые операции дают возможность получить и использовать основные фонды задолго до момента их полной оплаты. С этой точки зрения лизинговые компании способны удовлетворить потребности промышленных и коммерческих предприятий в использовании оборудования на достаточно выгодных для них условиях. Лизинг также может быть полезен предприятиям, которые еще только начинают свою деятельность и не имеют достаточно средств для оснащения своего производства всем комплексом необходимого оборудования;

■ лизинг оживляет инвестиционную деятельность и способствует росту производства, позволяет обеспечивать его передовой и современной техникой.

Несмотря на все преимущества, любое предприятие, прежде чем заключить сделку по лизингу, должно тщательно проанализировать его выгодность с экономической точки зрения.

В зависимости от срока, на который заключается договор аренды, различают три вида арендных операций:

- 1) краткосрочную аренду на срок до года — рейтинг;
- 2) среднесрочную аренду на срок от года до 3 лет — хайринг;
- 3) долгосрочную аренду от 3 до 20 лет и более — лизинг.

В рамках долгосрочной аренды различают два основных вида лизинговых операций — финансовый и оперативный.

Финансовый лизинг — соглашение, предусматривающее выплату в течение периода своего действия сумм, покрывающих полную стоимость амортизации оборудования или большую ее часть, а также прибыль арендодателя. По истечении срока действия такого соглашения арендатор может: вернуть объект аренды арендодателю, заключить новое соглашение на аренду данного оборудования, купить объект лизинга по остаточной стоимости.

Оперативный лизинг — соглашение, срок которого короче амортизационного периода изделия. После завершения срока действия соглашения предмет договора может быть возвращен владельцу или вновь сдан в аренду.

Основными формами лизинга являются внутренний лизинг и международный лизинг.

При осуществлении внутреннего лизинга лизингодатель и лизингополучатель являются резидентами Российской Федерации.

При осуществлении международного лизинга лизингодатель или лизингополучатель является нерезидентом Российской Федерации.

Особенности международных операций, осуществляемых субъектами лизинга, заключаются в следующем:

■ лизингодатель имеет право без лицензии Центрального банка Российской Федерации на осуществление международных операций по движению капитала привлекать денежные средства от нерезидентов Российской Федерации для приобретения предмета лизинга на срок более чем 6 месяцев (180 дней), но не превышающий срока действия договора лизинга;

■ лизинговые компании имеют право без лицензии Центрального банка Российской Федерации на осуществление операций, свя-

занных с движением капитала, выплачивать проценты за пользование рассрочкой платежа, предоставленной продавцом предмета лизинга, независимо от срока фактического его получения (текущие валютные операции и операции по движению капитала операции).

7.17. ОРГАНИЗАЦИЯ ЛИЗИНГОВОЙ СДЕЛКИ

Технология лизинговой сделки проходит несколько этапов:

— вначале предприятие ищет изготовителей необходимого ему оборудования и после соответствующего их анализа выбирает наиболее приемлемого;

— затем обращается в лизинговую компанию для заключения договора;

— лизинговая фирма заключает с хозяйствующим субъектом договор, согласно которому фирма полностью оплачивает поставщику стоимость основных фондов и сдает в аренду хозяйствующему субъекту с правом выкупа в конце срока аренды. Одновременно лизинговая фирма заключает договор с поставщиком о приобретении основных фондов.

При заключении лизингового договора требуется банковская гарантия либо залог или страхование лизингового платежа и имущества, которое является объектом лизинговой сделки.

Основные фонды поступают к хозяйствующему субъекту непосредственно от поставщика. В договоре указывается, сколько процентов лизингополучатель должен уплатить за эту своеобразную ссуду, определяется график платежей, которые должны вернуть лизинговой фирме стоимость основных фондов и принести ей лизинговый процент.

По окончании срока аренды хозяйствующий субъект (арендатор) может возвратить основные фонды лизинговой фирме либо продлить договор на новый срок на льготных условиях, либо выкупить его по остаточной стоимости.

На практике число участников лизинговой сделки может увеличиваться и уменьшаться в зависимости от конкретных экономических условий. Так, в зарубежных странах при осуществлении крупных сделок число участников может увеличиваться до 6—7. Там же распространена схема организации многосторонней лизинговой сделки, в которой в качестве одного из посредников выступает банк.

Распределение рисков между сторонами договора лизинга. Ответственность за сохранность предмета лизинга от всех видов имущественного ущерба, а также за риски, связанные с его гибелью, утратой,

порчей, хищением, преждевременной поломкой, ошибкой, допущенной при его монтаже или эксплуатации, и иные имущественные риски с момента фактической приемки предмета лизинга несет лизингополучатель, если иное не предусмотрено договором.

Риск невыполнения продавцом обязанностей по договору купли-продажи предмета лизинга и понесенные в связи с этим убытки ложатся на сторону договора лизинга, которая выбрала продавца, если иное не предусмотрено договором.

Риск несоответствия предмета лизинга целям его использования по договору лизинга и связанные с этим убытки несет сторона, которая выбрала предмет лизинга, если иное не предусмотрено договором.

7.18. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАЗМЕРА И ГРАФИКА ЛИЗИНГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ

При осуществлении лизинговых операций важным вопросом является определение суммы лизинговых (арендных) платежей. В основу расчета этих платежей закладываются расчеты, связанные со стоимостью объекта, передаваемого в аренду, а также продолжительностью лизингового контракта.

Под **лизинговыми платежами** понимается общая сумма платежей по договору лизинга за весь срок его действия, в которую входит возмещение затрат лизингодателя на приобретение и передачу предмета лизинга лизингополучателю, возмещение затрат по оказанию других предусмотренных договором лизинга услуг, а также доход лизингодателя. В общую сумму договора лизинга может включаться выкупная цена предмета лизинга, если договором предусмотрен переход права собственности на предмет лизинга к лизингополучателю.

Размер, способ осуществления и периодичность лизинговых платежей определяются договором лизинга. Если лизингополучатель и лизингодатель осуществляют расчеты по лизинговым платежам продукцией (в натуральной форме), производимой с помощью предмета лизинга, цена на такую продукцию определяется по соглашению сторон договора лизинга. Если иное последним не предусмотрено, размер лизинговых платежей может изменяться по соглашению сторон в сроки, предусмотренные им, но не чаще одного раза в три месяца.

Обязательства лизингополучателя по уплате лизинговых платежей наступают с момента начала использования им предмета лизинга, если иное не предусмотрено договором.

В целях налогообложения прибыли лизинговые платежи относятся в соответствии с законодательством о налогах и сборах к расходам, связанным с производством и/или реализацией.

В состав лизингового платежа входят:

- амортизация;
- плата за ресурсы, привлекаемые лизингодателем для осуществления сделки;
- лизинговая маржа, включая доход лизингодателя за оказываемые им услуги;
- рискованная премия — величина, зависящая от уровня различных рисков, которые несет лизингодатель.

Последние три элемента составляют лизинговый процент.

7.19. ПРИОСТАНОВЛЕНИЕ СДЕЛКИ

Действие договора прекращается по истечении срока договора или в случае его расторжения. Договор может быть расторгнут по соглашению сторон или по решению суда, если требование о расторжении заявляет одна из сторон.

Лизингодатель вправе требовать расторжения договора в следующих случаях:

- 1) договор купли-продажи имущества — объекта договора не вступил в силу или был аннулирован по любой причине до поставки имущества лизингополучателю;
- 2) продавец по любой причине оказался не в состоянии поставить имущество лизингополучателю;
- 3) лизингополучатель в течение срока, превышающего 30 дней, не выполняет своих обязательств по какому-либо виду платежей, предусмотренных договором;
- 4) лизингополучатель по получении требования об уплате не погашает задолженности (включая пени за просрочку) в течение трех недель;
- 5) лизингополучатель допускает использование имущества — объекта договора с нарушением условий договора;
- 6) договор купли-продажи имущества — предмета лизингового договора аннулируется после поставки его по причинам, ответственность за которые несет лизингополучатель;
- 7) в период действия договора организация лизингополучателя ликвидируется.

При расторжении договора лизингополучатель уплачивает лизингодателю сумму закрытия сделки, которая включает:

а) остаточную стоимость имущества на момент окончания срока договора, если в нем предусматривался выкуп имущества по остаточной стоимости;

б) всю задолженность лизингополучателя и выплаченную лизингодателю по договору сумму лизинговых платежей;

в) неустойку.

Лизингополучатель вправе требовать расторжения договора в случае обнаружения при приемке имущества недостатков, исключающих его нормальное использование и устранение которых невозможно.

О требовании расторжения договора лизингополучатель обязан известить в письменной форме лизингодателя не позднее 30 дней с момента завершения поставки имущества.

7.20. МЕРЫ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ ЛИЗИНГОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Мерами государственной поддержки деятельности лизинговых организаций (компаний, фирм) могут быть:

- создание залоговых фондов для обеспечения банковских инвестиций в лизинг с использованием государственного имущества;

- долевое участие государственного капитала в создании инфраструктуры лизинговой деятельности в отдельных целевых инвестиционно-лизинговых проектах;

- меры государственного протекционизма в сфере разработки, производства и использования наукоемкого высокотехнологичного оборудования;

- финансирование из федерального бюджета и предоставление государственных гарантий в целях реализации лизинговых проектов, в том числе с участием фирм-нерезидентов;

- предоставление инвестиционных кредитов для реализации лизинговых проектов;

- предоставление банкам и другим кредитным учреждениям в порядке, установленном законодательством, освобождение от уплаты налога на прибыль, получаемую ими от предоставления кредитов субъектам лизинга, на срок не менее чем три года для реализации договора лизинга;

- предоставление в законодательном порядке налоговых и кредитных льгот лизинговым компаниям (фирмам) в целях создания благоприятных экономических условий для их деятельности;

- создание, развитие, формирование и совершенствование нормативно-правовой базы, обеспечивающей защиту правовых и имущественных интересов участников лизинговой деятельности;
- предоставление лизингополучателям, ведущим переработку или заготовку сельскохозяйственной продукции, права осуществлять лизинговые платежи поставками продукции на условиях, предусмотренных договорами лизинга;
- отнесение при проведении лизинговых операций в агропромышленном комплексе к предмету лизинга племенных животных;
- создание фонда государственных гарантий по экспорту при осуществлении международного лизинга отечественных машин и оборудования.

7.21. ВЕНЧУРНОЕ (РИСКОВОЕ) ФИНАНСИРОВАНИЕ

Понятие «венчурный капитал» (от англ. *venture* — риск) означает рискованные инвестиции. **Венчурный капитал** представляет собой инвестиции в новые сферы деятельности, связанные с большим риском. Финансируются обычно компании, работающие в области высоких технологий.

Венчурные инвесторы (физические лица и специализированные инвестиционные компании) вкладывают свои средства в расчете на получение значительной прибыли. Предварительно они с помощью экспертов детально анализируют как инвестиционный проект, так и деятельность предлагающей его компании, финансовое состояние, кредитную историю, качество менеджмента, специфику интеллектуальной собственности. Особое внимание уделяется степени *инновационности* проекта, которая во многом предопределяет потенциал быстрого роста компании.

Венчурные инвестиции осуществляются в форме приобретения части акций венчурных предприятий, еще не котирующихся на биржах, а также предоставления ссуды или в других формах. Существуют механизмы венчурного финансирования, сочетающие различные виды капитала: акционерный, ссудный, предпринимательский. Однако в основном венчурный капитал имеет форму акционерного капитала.

К венчурным относят небольшие предприятия, деятельность которых связана с большой степенью риска продвижения их продукции на рынке. Это предприятия, разрабатывающие новые виды продуктов или услуг, которые еще не известны потребителю, но обладают большим рыночным потенциалом.

7.22. СТАДИИ И МЕХАНИЗМ РИСКОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Первый этап — зарождение венчура: финансируется преимущественно из средств основателей фирмы, их сбережений, личных займов и прочего, расходующихся на разработку изделий, идея производства которых и привела к созданию фирмы.

Второй этап — создание прототипа новшества (длится около года): начинается осуществляется поддержка венчура профессиональным рисковым капиталом. Этому предшествует жесткий отбор бизнес-планов, представленных экспертным советом фирмы рискового капитала.

Положительное решение о финансировании принимается обычно лишь в отношении 1–6% поступивших предложений.

Исходным пунктом инвестиционного цикла рискового капитала являются начальные затраты фирмы рискового капитала на экспертную оценку каждого бизнес-плана. На этом этапе фирма-венчур становится акционерной компанией закрытого типа, акции которой принадлежат узкому кругу держателей — основателям и рисковым капиталистам, получающим, как правило, контрольный пакет.

Третий этап развития венчура — этап расширения производства длится 4–6 лет. Задача венчура состоит в том, чтобы привлечь дополнительные средства для налаживания производства и устойчивого сбыта, в чем и оказывают помощь рисковые капиталисты. Если в итоге венчур становится прибыльным и имеет, с точки зрения экспертов фирмы рискового капитала, достаточные перспективы роста, то она выводит венчур на открытый рынок ценных бумаг. При отсутствии положительных итогов деятельности выбирается другой путь развития венчура — его слияние с крупной корпорацией через выкуп. С момента принятия решения о выводе венчура на открытый рынок и до начала этой операции идет этап «промежуточного» рискового финансирования — кредитование венчура из банковских и небанковских источников в целях поддержки выхода на рынок первых эмиссий. Закрытие этого этапа включает издержки на составление проекта эмиссии, рекламную кампанию, соглашения с инвестиционными банками, непосредственно занимающимися размещением эмитируемых ценных бумаг.

Четвертый этап — выход на рынок первых эмиссий: стартовая компания-венчур меняет статус частной корпорации на статус открытой компании, акции которой продаются широкой публике.

Продаже подлежат акции, полученные рисковыми капиталистами в первом раунде учредительства, а также дополнительно выпускаемые акции. Цена эмиссии, устанавливаемая инвестиционными банками, намного превышает ту, которая была уплачена рисковыми капиталистами на первом этапе учредительства. Это позволяет получить учредительскую прибыль от полученных тогда акций.

Но на рынок часто выходят только дополнительно выпускаемые акции, а иногда и контрольный пакет поступает рисковому капиталисту. Поэтому и после публичной котировки фирма рисковому капиталу может сохранять ведущую роль в руководстве венчуром.

Подключение инвестиционных банков к рисковому финансированию на стадии первоначального предложения начинается с подписания контракта о возмещении стартовой компании некоторых расходов по сделке и предоставлении части собранного при первоначальном предложении акций капитала комиссионных, составляющих 6—12% от стоимости первоначального предложения акций. Кроме того, стартовые компании представляют инвестиционным банкам-андеррайтерам опцион на покупку акций по финансовой цене (курсу первоначального предложения). Реализовав эти акции по более высокому рыночному курсу, инвестиционные банки получают огромные прибыли.

Преимущества рисковому капиталу перед финансовыми институтами не только в желании инвестировать нововведения, но и в предоставлении молодым компаниям консультаций, важной, часто конфиденциальной информации, а также в гибкости управления, скорости принятия решений, низком уровне текущих издержек. Минимизация риска достигается жестким отбором проектов и одновременно поддержанием такого их числа, которое позволяет извлечь максимальную прибыль.

7.23. ИПОТЕЧНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ: СУЩНОСТЬ И ОСОБЕННОСТИ

В развитых странах ипотечное кредитование является важнейшим элементом рыночной экономики, в частности в области инвестиционной деятельности, и имеет высокий уровень развития.

Существуют два понятия: «залог» и «ипотека».

Залог — способ обеспечения обязательства. Возникает из договора или закона. Кредитор-залогодатель имеет право при невыполнении должником обязательства, обеспеченного залогом, получить компенсацию из стоимости заложенного имущества путем его продажи.

Ипотека — разновидность залога именно недвижимого имущества (главным образом земли и строений) в целях получения ссуды. Ипотека предоставляет право преимущественного удовлетворения его требований к должнику-залогодателю в пределах суммы зарегистрированного залога.

Для ипотеки характерны: залог имущества; возможность получения под залог одного и того же имущества добавочных ипотечных ссуд под вторую, третью и последующие закладные; обязательная регистрация залога в земельных книгах, которые ведутся в государственных или коммунальных учреждениях. В случаях неплатежеспособности должника удовлетворение требований кредитора производится из выручки от реализованного имущества в порядке очередности регистрации залога.

Предметом залога могут быть не только вещи, но и имущественные права и требования, исключая имущество, изъятое из оборота и требования, неразрывно связанные с личностью залогодателя (например, алименты), а также имущество граждан, на которое по закону не может быть обращено взыскание.

Особенности *ипотечного кредитования*:

- ипотечный кредит — ссуда под строго определенный залог;
- большинство ипотечных ссуд имеет строго целевое назначение; они используются для финансирования приобретения, постройки и перепланировки как жилья, так и производственных помещений, а также освоения земельных участков. В ряде стран наибольшее распространение получили жилищные ипотечные кредиты;

- ипотечные кредиты предоставляются на длительный срок, обычно на 10—30 лет. Оформляемая при получении ипотечной ссуды закладная является специальным кредитным соглашением, отличающимся от других его разновидностей. Закладные обращаются на вторичном рынке, задача которого состоит в том, чтобы обеспечить постоянный приток ресурсов для кредитования и перелив средств из регионов, испытывающих избыток кредитных ресурсов.

Ипотека воздействует на преодоление экономического кризиса двумя путями:

- развитием ипотечного бизнеса, который позитивно отражается на реальном секторе экономики, приостановке спада производства в строительном комплексе, сельском хозяйстве и других отраслях. Это связано с развитием рынка жилья (вообще недвижимости) и фермерского хозяйства;

— развитием ипотечного кредитования, способствующего снятию социальной напряженности в обществе, которая, как правило, сопровождается экономический кризис.

Ипотечное кредитование считается относительно низкорискованной банковской операцией. Значительная часть рисков при ипотечном кредитовании перекладывается на заемщика и инвестора.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Назовите отличия долговых обязательств от акционерного капитала.
2. Приведите примерное содержание проспекта эмиссии облигаций.
3. Перечислите случаи досрочного погашения корпоративных облигаций.
4. Назовите источники финансирования, которые используют в международной практике для финансового обеспечения перспективных проектов.
5. Перечислите важнейшие источники финансирования капиталовложений в России.
6. Приведите достоинства и недостатки иностранных инвестиций в экономику страны.
7. Охарактеризуйте способы начисления амортизации на предприятиях Российской Федерации.
8. Из каких источников финансируют капиталовложения при дефиците собственных средств?
9. Что такое бюджетные ассигнования?
10. Что такое внебюджетные средства?
11. Что такое инвестиционные ресурсы предприятия, компании, фирмы?
12. Что входит в понятие «привлеченные» и «заемные» средства предприятия-инвестора?
13. Перечислите методы стимулированных инвесторов.
14. Что такое иностранные инвестиции?
15. Назовите методы финансирования инвестиционных проектов.
16. Назовите отличия долговых обязательств от акционерного капитала.
17. Приведите примерное содержание проспекта эмиссии облигаций.

18. Что такое проектное финансирование?
19. Как осуществляется организация лизинговой сделки?
20. Как определяются размер и график лизинговых платежей?
21. В чем состоят меры государственной поддержки лизинговой деятельности в Российской Федерации?
22. Что такое венчурное финансирование?
23. Назовите стадии и механизм рискованного финансирования.
24. Охарактеризуйте особенности ипотечного кредитования.

РАЗДЕЛ II
МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ
ПО ИЗУЧЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ

Изучение дисциплины «Инвестиции» ставит целью предоставить студенту системные знания в области инвестиций, инвестиционной деятельности на уровне основных групп инвесторов и механизма инвестирования в различных формах его осуществления.

Значимость данной учебной дисциплины определяется особенностями современного развития мировой экономики.

В результате изучения дисциплины студенты должны:

а) знать:

- экономическую сущность и содержание различных категорий инвестиций и инвестиционной деятельности в условиях неопределенности и рисков,

- основы финансирования капитальных вложений,

- основные законодательные и другие нормативные документы, регулирующие инвестиционную деятельность в Российской Федерации,

- тенденции и перспективы развития экономических процессов в инвестиционной сфере,

- особенности использования основных инструментов рынка ценных бумаг в инвестиционной деятельности,

- методику экономического обоснования капитальных вложений,

- направления использования инвестиций на предприятии,

- сущность капитального строительства,

- инвестиционные риски, их оценку, пути предотвращения или снижения;

б) иметь представление:

- о методах оценки эффективности вложений в реальные и финансовые инвестиции,

- о формировании инвестиционного портфеля и управлении им,

- об инвестиционных источниках международного бизнеса,

- о правовом регулировании международных инвестиций,

- о планировании инвестиций на предприятии,

- о влиянии капитальных вложений на его финансовое состояние,

- о процедуре научно обоснованного принятия решений в области инвестиций.

Изучение дисциплины основывается на знаниях, умениях и навыках, полученных студентами при прохождении учебных курсов «Мировая экономика», «Международные экономические отношения», «Рынок ценных бумаг», «Финансовый менеджмент», «Цены и ценообразование» и других специальных и экономических дисциплин.

**ПРОГРАММА
ДИСЦИПЛИНЫ «ИНВЕСТИЦИИ»
ПО СПЕЦИАЛЬНОСТИ 080105 «ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»**

1. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ДИСЦИПЛИНЫ

Дисциплина «Инвестиции» относится к специальным дисциплинам СД.00.9 и предназначена для подготовки экономистов по специальности 080105 «Финансы и кредит».

Цель дисциплины — дать студентам теоретические знания в области инвестиций, инвестиционной деятельности на уровне основных групп инвесторов и механизма инвестирования в различных формах его осуществления как основы для последующего изучения дисциплин специализации.

Основные задачи изучения дисциплины:

- научить студентов анализировать цели, задачи и практику разработки, оценки и реализации инвестиционных проектов;
- изучить систему финансирования инвестиционной деятельности в рыночных условиях;
- обучить студентов основам алгоритмов разработки и реализации программ финансирования инвестиций.

Учебным планом курса предусмотрено чтение лекций, проведение семинарских (практических) занятий и самостоятельная (курсовая) работа студента. Для самостоятельной работы студентам предоставляется учебная и учебно-методическая литература. Кроме рекомендованной литературы студентам в процессе изучения курса следует использовать материалы, публикуемые в периодических изданиях и других информационных источниках.

По окончании обучения для контроля знаний студентов проводится экзамен.

**2. ТРЕБОВАНИЯ К УРОВНЮ ОСВОЕНИЯ
СОДЕРЖАНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ**

Студент должен получить твердую и достаточно полную систему знаний:

- понимать экономическую сущность и содержание различных категорий инвестиций и инвестиционной деятельности в условиях неопределенности и рисков;

— иметь четкое представление о методах оценки эффективности вложений в реальные и финансовые инвестиции, формирования и управления инвестиционным портфелем;

— знать основы финансирования капитальных вложений с момента формирования источников финансирования до их предоставления на разных условиях;

— уметь работать с законодательными и другими нормативными документами, статистическими материалами, экономической литературой, чтобы правильно понимать экономические процессы, происходящие в инвестиционной сфере, оценить тенденции и перспективы ее развития;

— уметь использовать полученные знания в своей практической деятельности;

— проводить сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов.

3. ОБЪЕМ ДИСЦИПЛИНЫ И ВИДЫ УЧЕБНОЙ РАБОТЫ

Вид учебной работы	Всего часов	Семестр
Общая трудоемкость дисциплины	104	7
<i>Аудиторные занятия:</i>	51	7
лекции	40	7
практические занятия и семинары	11	7
<i>Самостоятельная работа:</i>	53	7
курсовая работа	53	7
Вид итогового контроля	Экзамен	7

4. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ УЧЕБНЫХ ЧАСОВ ПО РАЗДЕЛАМ, ТЕМАМ И ВИДАМ ЗАНЯТИЙ

№ п/п	Наименование темы	Количество часов		
		всего аудиторских часов	лекции	практические и семинарские занятия
1	Введение	2	2	—
2	Основные понятия и содержание инвестиций	4	4	—
3	Экономическая сущность и осуществление инвестиционной деятельности	6	6	—

№ п/п	Наименование темы	Количество часов		
		всего аудиторских часов	лекции	практические и семинарские занятия
4	Состав, содержание и оценка инвестиционных проектов	10	6	4
5	Реализация инвестиционных вложений в капитальное строительство	6	4	2
6	Основные инструменты рынка ценных бумаг	8	6	2
7	Инвестиционный портфель	8	6	2
8	Источники финансирования капитальных вложений	7	6	1
Итого		51	40	11

5. СОДЕРЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

Введение

Цель и задачи курса «Инвестиции». Связь вопросов, изучаемых в курсе «Инвестиции», с другими дисциплинами при подготовке экономистов. Характеристика основных разделов курса. Методы изучения. Литература.

Тема 1. Основные понятия и содержание инвестиций

Финансовые (портфельные), реальные и интеллектуальные инвестиции. Классификация инвестиций. Долгосрочные и краткосрочные инвестиции. Совместные, иностранные, государственные и частные инвестиции. Иностранные инвестиции. Инвестиционный рынок. Инвестиционный процесс. Механизм инвестиционного рынка. Финансовый рынок и его структура.

Тема 2. Экономическая сущность и осуществление инвестиционной деятельности

Инвестиционная деятельность. Капитальные вложения. Субъекты и объекты инвестиционной деятельности. Реализация инвестиционной деятельности. Источники финансирования инвестиционной деятельности. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.

Экспертиза инвестиционных проектов. Государственные гарантии прав субъектов инвестиционной деятельности и защита капитальных вложений. Инвестиционная привлекательность. Инвестиционный потенциал. Инвестиционная политика предприятий. Инвестиционные стратегии.

Тема 3. Состав, содержание и оценка инвестиционных проектов

Понятие «инвестиционный проект». Фазы (стадии) развития инвестиционного проекта. Жизненный цикл инвестиционного проекта. Инвестиционный и предпринимательский риски. Предынвестиционные исследования. Формирование инвестиционного замысла. Предпроектные исследования. Техничко-экономическое обоснование проекта. Бизнес-план инвестиционного проекта. Особенности оценки эффективности инвестиционных проектов в Российской Федерации. Показатели эффективности инвестиционного проекта. Критерии оценки инвестиционного проекта. Эффективность участия в проекте. Количественные методы оценки состоятельности проекта с точки зрения неопределенности. Анализ чувствительности проекта. Анализ сценариев развития проекта.

Точка безубыточности результирующих показателей реализации проекта. Интегральные показатели эффективности проекта. Бюджетная эффективность реализации инвестиционных проектов. Бюджетный эффект осуществления проекта. Интегральный бюджетный эффект.

Тема 4. Реализация инвестиционных вложений в капитальное строительство

Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве. Договор строительного подряда. Стадии проектирования. Технический проект. Проект производства работ. Проектно-сметная документация. Объектные сметы. Локальные сметы. Сводный сметный расчет. Утверждение и экспертиза проектно-сметной документации. Особенности ценообразования в строительстве. Состав свободной (договорной) цены, порядок ее определения. Подрядные торги.

Тема 5. Основные инструменты рынка ценных бумаг

Характеристики ценных бумаг. Качество ценной бумаги. Ликвидность ценной бумаги. Доход по ценной бумаге. Риск отдельной ценной бумаги и риск портфеля ценных бумаг. Стоимость и цена ценной бумаги. Функции ценной бумаги. Основные инструменты рынка цен-

ных бумаг. Основные ценные бумаги. Производные ценные бумаги. Хеджирование. Инвестиционные качества ценных бумаг. Фундаментальный анализ. Технический анализ. Рейтинговая оценка. Концепция инвестиционного дохода. Виды инвестиционных рисков. Общие и специфические риски, способы управления ими.

Тема 6. Инвестиционный портфель

Понятие «инвестиционный портфель». Портфель реальных инвестиционных проектов. Портфель прочих объектов инвестирования. Смешанный инвестиционный портфель. Портфель роста. Портфель дохода. Консервативный портфель. Формирование портфеля инвестиций. Формирование портфеля реальных инвестиционных проектов. Диверсификация портфеля. Эффект излишней диверсификации. Модели формирования портфеля инвестиций. Стратегия управления инвестиционным портфелем. Стили управления портфелем обыкновенных акций и портфелем облигаций. Свопинг. Дюрация. Метод индексного фонда. Метод сдерживания портфелей. Мониторинг инвестиционного портфеля.

Тема 7. Источники финансирования капитальных вложений

Международная практика финансового обеспечения перспективных проектов. Источники финансирования инвестиционных проектов. Собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы застройщиков-инвесторов. Заемные и привлеченные средства. Долевое участие в строительстве объектов. Бюджетные ассигнования. Принципы бюджетного финансирования. Безвозвратное и возвратное финансирование. Внебюджетные средства. Методы стимулированных инвесторов. Иностранные инвестиции. Правовой режим деятельности иностранных инвесторов. Государственное гарантирование прав и интересов зарубежных инвесторов. Рынок международных кредитов. Виды международных кредитов. Вексельный кредит. Кредит по открытому счету. Банковские кредиты. Факторинг. Форфейтинг. Методы финансирования инвестиционных проектов. Проектное финансирование. Схема финансирования под будущие поставки продукции. Лизинг. Сублизинг. Финансовый и оперативный лизинг. Внутренний и международный лизинг. Распределение рисков между сторонами договора лизинга. Определение размера и графика лизинговых платежей. Меры государственной поддержки лизинговой деятельности. Венчурное (рисковое) финансирование. Стадии и механизм рискового финансирования. Ипотечное кредитование. Залог и ипотека. Предмет залога. Закладная.

РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ТЕМЫ САМОСТОЯТЕЛЬНЫХ РАБОТ

1. Экономическая сущность инвестиций и их роль в развитии производственных отношений.
2. Состав и структура капитальных вложений.
3. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности.
4. Инвестиционная политика предприятий.
5. Инвестиционный проект: понятие, классификация, особенности.
6. Бизнес-план инвестиционного проекта.
7. Оценка финансовой состоятельности проекта.
8. Показатели эффективности использования капитала.
9. Методы оценки эффективности инвестиционного проекта.
10. Оценка эффективности инвестиций в ценные бумаги.
11. Понятие, сущность и типы инвестиционных портфелей.
12. Стратегия управления инвестиционным портфелем.
13. Стратегия формирования инвестиционных ресурсов.
14. Источники финансирования капитальных вложений.
15. Экономическое содержание и виды иностранных инвестиций.
16. Роль капитального строительства в реализации капитальных вложений.
17. Проектно-сметная документация и порядок ее разработки.
18. Организация подрядных отношений в строительстве в современных условиях.
19. Методы финансирования инвестиционных проектов.
20. Способы выпуска акций предприятиями.
21. Методы долгового финансирования.
22. Выход предприятий на внешние финансовые рынки.
23. Долгосрочное кредитование капитальных вложений.
24. Проектное финансирование: сущность, виды, отличительные особенности.
25. Лизинг: общая характеристика, преимущества.
26. Венчурное (рисковое) финансирование.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ И ПОДГОТОВКИ К ЭКЗАМЕНАМ

1. Акционирование как метод инвестирования.
2. Бизнес-план инвестиционного проекта.
3. Бюджетная эффективность и социальные результаты реализации инвестиционных проектов.
4. Бюджетное финансирование, самофинансирование, акционирование.
5. Бюджетные средства предприятия.
6. Венчурное (рисковое) финансирование.
7. Виды инвестиций.
8. Виды проектного финансирования.
9. Внебюджетные средства предприятия.
10. Внешние финансовые рынки.
11. Выход предприятий на внешние финансовые рынки.
12. Государственные гарантии прав субъектов инвестиционной деятельности.
13. Договора подряда на капитальное строительство.
14. Долгосрочное кредитование капитальных вложений.
15. Доход и риск по портфелю.
16. Доходность и риск в оценке эффективности инвестиций в ценные бумаги.
17. Значение и цели инвестирования.
18. Инвестиции: экономическая сущность.
19. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений: объекты и субъекты, права, обязанности и ответственность.
20. Инвестиционная политика предприятий.
21. Инвестиционные качества ценных бумаг.
22. Инвестиционные ресурсы предприятия.
23. Инвестиционный проект: понятие, классификация, особенности.
24. Инвестиционный процесс.
25. Иностранные инвестиции.
26. Ипотечное кредитование: сущность и особенности.
27. Источники финансирования капитальных вложений.
28. Критерии и методы оценки инвестиционных проектов.
29. Лизинг: виды и преимущества.

30. Методы долгового финансирования.
31. Методы оценки эффективности инвестиционного проекта.
32. Методы финансирования инвестиционных проектов.
33. Модели формирования портфеля инвестиций.
34. Объекты капитальных вложений.
35. Оптимальный портфель.
36. Организация подрядных отношений в строительстве.
37. Основные инструменты рынка ценных бумаг.
38. Особенности ценообразования в России.
39. Оценка финансовой состоятельности проекта.
40. Оценка эффективности инвестиций в ценные бумаги.
41. Показатели эффективности использования капитала.
42. Понятие инвестиционного проекта: содержание, классификация, фазы развития.
43. Понятие, сущность и типы инвестиционных портфелей.
44. Привлеченные (заемные) средства инвестора.
45. Проектное финансирование: сущность, виды, отличительные особенности.
46. Проектно-сметная документация и порядок ее разработки.
47. Режим функционирования иностранного капитала в России.
48. Роль капитального строительства в реализации капитальных вложений.
49. Роль капитальных вложений. Состав и структура капитальных вложений.
50. Собственные, привлеченные и заемные средства.
51. Состав и структура формирования собственных инвестиционных средств.
52. Способы выпуска акций предприятиями.
53. Стратегия управления инвестиционным портфелем.
54. Стратегия формирования инвестиционных ресурсов.
55. Субъекты инвестиционной деятельности.
56. Субъекты капитальных вложений.
57. Схемы организации проектного финансирования.
58. Текущая доходность, заявленная и реализованная по всем видам ценных бумаг.
59. Типы инвестиционных портфелей.
60. Типы инвесторов.
61. Условия предоставления и сфера бюджетного финансирования.
62. Участники инвестиционного процесса.
63. Финансовые институты.

- 64. Финансовые рынки.
- 65. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.
- 66. Формы рейтинговой оценки.
- 67. Цели формирования инвестиционного портфеля.
- 68. Экономическая сущность и виды инвестиций.
- 69. Экономическое содержание и виды иностранных инвестиций.

КОНТРОЛЬНЫЕ ТЕСТЫ ПО РАЗДЕЛАМ КУРСА

Тема 1

1. Реальные инвестиции — это:
 - а) как правило, долгосрочное вложение средств в отрасли материального производства;
 - б) краткосрочное вложение средств в отрасли материального производства;
 - в) суммарная стоимость ценных бумаг компании;
 - г) величина уставного капитала компании.

2. Институциональный инвестор — это:
 - а) кредитно-финансовый институт, выступающий в роли держателя акций и облигаций;
 - б) частное (физическое) лицо, выступающее в роли держателя акций и облигаций;
 - в) биржа, на которой совершаются сделки с ценными бумагами;
 - г) организация, осуществляющая подготовку проектно-сметной документации по вложению инвестиций в форме капитальных вложений.

3. Агрессивный инвестор — это:
 - а) продавец ценных бумаг, готовый идти на риск ради получения высоких дивидендов;
 - б) покупатель ценных бумаг, готовый идти на риск ради получения высоких дивидендов;
 - в) частное (физическое) лицо, выступающее в роли держателя акций и облигаций;
 - г) компания, практикующая агрессивные меры по захвату рынков сбыта.

Тема 2

1. Инвестирование, осуществляемое иностранными физическими и юридическими лицами, на территории Российской Федерации регулируется:
 - а) федеральным законодательством;
 - б) региональным законодательством;
 - в) международными соглашениями, подписанными Российской Федерацией;
 - г) национальным законодательством иностранного инвестора.

2. Капитальные вложения:

- а) не могут быть национализированы;
- б) могут быть национализированы;
- в) являются стоимостью ценных бумаг компании;
- г) являются общей стоимостью активов организации.

3. Уровень некоммерческого инвестиционного риска:

- а) это показатель, характеризующий степень участия в проекте иностранных инвесторов;
- б) показывает вероятность потери инвестиций и дохода от них;
- в) отражает разницу курсов валют;
- г) определяется размером капитальных вложений.

4. Экстенсивные инвестиции — это:

- а) инвестиции, направленные на замену устаревшего производственного потенциала;
- б) инвестиции, направленные на обновление производственного потенциала;
- в) инвестиции, направленные на расширение производственного потенциала;
- г) финансирование рискованных проектов.

5. Реинвестиции — это:

- а) вложение высвободившихся инвестиционных средств в покупку или изготовление новых средств производства;
- б) изъятие капитала;
- в) вложение средств в оборотные активы;
- г) вид налогообложения предприятий.

Тема 3

1. Экстерналий — это:

- а) вид ценной бумаги;
- б) экономические и внеэкономические последствия, возникающие во внешней среде при производстве товаров и услуг, но не отраженные в рыночных ценах последних;
- в) фирма — заказчик инвестиционного проекта;
- г) вид внешнеторговой сделки.

2. Показатели общественной эффективности:

- а) учитывают социально-экономические последствия осуществления инвестиционного проекта для общества в целом;

- б) не учитывают социально-экономических последствий осуществления инвестиционного проекта для общества в целом;
- в) отражают экономический результат деятельности фирмы;
- г) определяются нормативными документами.

3. Под сроком окупаемости инвестиций понимается:

- а) ожидаемый период возмещения первоначальных вложений из чистых поступлений;
- б) срок реализации проекта;
- в) продолжительность строительства объекта;
- г) срок долговых обязательств.

4. Чистый доход — это:

- а) ставка дисконтирования проекта;
- б) сумма доходных поступлений;
- в) накопленный эффект (сальдо денежного потока) за расчетный период;
- г) отношение прибыли к стоимости активов.

5. Внутренняя норма доходности используется для:

- а) определения общественной эффективности проекта;
- б) определения экономической эффективности проекта;
- в) установления стоимости эмиссионных ценных бумаг;
- г) подготовки бухгалтерской отчетности.

Тема 4

1. Реконструкция действующих предприятий — это:

- а) полное или частичное переустройство существующих производств без расширения имеющихся зданий и сооружений основного назначения;
- б) вновь создаваемые предприятия, которые после их ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе;
- в) строительство дополнительных производств, отдельных цехов на действующем предприятии и в организации;
- г) вложение дополнительных денежных средств в строительство вспомогательных производств.

2. Подрядчик:

- а) обязан вести строительство и связанные с ним работы в соответствии с технической документацией;

- б) это лицо, осуществляющее капитальные вложения в строительство;
 - в) профессиональный участник рынка ценных бумаг;
 - г) иностранный инвестор.
3. Сводный сметный расчет:
- а) служит для определения стоимости строительства промышленных предприятий, зданий и сооружений;
 - б) является стоимостью капитальных вложений в проект;
 - в) является формой бухгалтерской отчетности;
 - г) служит основанием для определения размера дивидендов.

Тема 5

1. Ликвидность ценной бумаги — это:

- а) сочетание права на передачу ее от одного владельца к другому с реализацией этого права;
- б) рыночная стоимость ценной бумаги;
- в) обязательный реквизит ценной бумаги;
- г) физическое уничтожение ценной бумаги.

2. Инвестиционный пай — это:

- а) именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;
- б) общая стоимость инвестиционного проекта;
- в) доля государственной собственности в активах компании;
- г) размер зарубежных инвестиций.

3. Фьючерс — это:

- а) цена экспортной сделки;
- б) вид срочной сделки на бирже с фиксацией условий будущих контрактов и их срока;
- в) разница в курсе ценных бумаг;
- г) условия поставки товаров в международном бизнесе.

4. Рейтинговая оценка акций и облигаций — это:

- а) биржевая стоимость ценной бумаги;
- б) цена сделки на фондовом рынке;
- в) один из способов предоставления информации для инвесторов на развитых фондовых рынках;
- г) общая стоимость портфеля ценных бумаг.

Тема 6

1. Прямые инвестиции:

- а) дают право голоса в инвестируемой компании;
- б) не дают право голоса в инвестируемой компании;
- в) это сумма ценных бумаг компании, направленных на расширение компании-инвестора;
- г) вид государственных ценных бумаг.

2. Портфельные инвестиции — это:

- а) вложения в ценные бумаги, в которые не входят прямые инвестиции;
- б) сумма всех ценных бумаг компании;
- в) контрольный пакет акций;
- г) инвестиции в основной капитал.

3. Портфель дохода:

- а) является Местом хранения денежных средств;
- б) ориентирован на получение текущего дохода — процентных и дивидендных выплат;
- в) является стоимостью инвестиционного проекта;
- г) формируется с целью прироста капитальной стоимости портфеля.

4. Диверсификация инвестиций — это:

- а) вид инвестиционной стратегии, связанный с расширением или изменением инвестиционной деятельности;
- б) общая сумма инвестиционных вложений в проект;
- в) рыночная стоимость долгосрочных инвестиционных вложений;
- г) разница между номинальной и рыночной ценой инвестиционных ценных бумаг.

Тема 7

1. К собственным средствам финансирования относятся:

- а) прибыль, амортизационные отчисления, внутрихозяйственные резервы, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий и стихийных бедствий и другие средства;
- б) кредиты банков и других кредитных институтов, эмиссия облигаций фирмы, целевой государственный инвестиционный кредит, инвестиционный лизинг;

- в) начисленная заработная плата работников;
- г) стоимость активов предприятия.

2. Синдицированный кредит — это:

- а) эмиссия государственных облигаций;
- б) стоимость выпущенных фирмой ценных бумаг;
- в) объединенные ресурсы нескольких банков для осуществления крупномасштабного проектного финансирования;
- г) сумма страховых резервов кредитных организаций.

3. Венчурный капитал — это:

- а) наименование уставного капитала закрытого акционерного общества;
- б) инвестиции в новые сферы деятельности, связанные с большим риском;
- в) стоимость ценных бумаг, задепонированных в зарубежном банке;
- г) капитальные вложения в расширение производства.

4. Ипотека — это:

- а) разновидность залога недвижимого имущества в целях получения ссуды;
- б) вид кредита;
- в) вид ценной бумаги;
- г) дебиторская задолженность.

Проверьте правильность своих ответов на приведенные выше тесты:

№ темы	№ теста	Правильный ответ
1	1	а
1	2	а
1	3	в
2	1	а
2	2	б
2	3	б
2	4	в
2	5	а
3	1	б
3	2	а

Продолжение

№ темы	№ теста	Правильный ответ
3	3	а
3	4	в
3	5	б
4	1	а
4	2	а
4	3	а
5	1	а
5	2	а
5	3	б
5	4	в
6	1	а
6	2	а
6	3	б
6	4	а
7	1	а
7	2	в
7	3	б
7	4	а

АНДЕРРАЙТИНГ (англ. *underwriting* — подписка) — финансовая деятельность страховых и финансовых компаний и банков, при которой лицо или организация, именуемые андеррайтером, гарантируют заключаемые страховые контракты, размещение на рынке облигаций или акций на согласованных условиях за специальное вознаграждение; покупка и продажа инвестиционными компаниями, банками и крупными брокерскими фирмами ценных бумаг новых выпусков на первичном рынке; такое же название носит и сам договор на размещение ценных бумаг между гарантом и эмитентом. Возможны следующие условия А.: инвестиционная компания выкупает у эмитента весь выпуск ценных бумаг по фиксированной цене и перепродает его другим инвесторам; инвестиционная компания обязуется выкупить у эмитента недоразмещенную часть выпуска ценных бумаг, приложить максимум усилий по размещению ценных бумаг без принятия обязательств по выкупу недоразмещенной их части.

АРБИТРАЖ (Международный коммерческий арбитраж) — сложившаяся в международной практике система рассмотрения споров между организациями и фирмами различных стран в сфере внешней торговли, торгового мореплавания и др.

АРБИТРАЖ (фр. *arbitrage*) — 1) способ разрешения экономических и трудовых споров, при котором стороны обращаются к арбитрам, избираемым самими сторонами или назначаемым по их соглашению, либо назначаемым в порядке, установленном законом. Отдельное арбитражное соглашение или арбитражная оговорка в договоре (соглашении) исключает возможность обращения заинтересованных сторон в суд для разрешения спора, подпадающего под действие этого соглашения или оговорки; 2) на бирже — использование ценовых различий, деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая путем закупок товаров, благ, ресурсов по низкой цене на одном рынке и перепродажи по более высокой цене на других рынках. А. существует благодаря наличию разных цен на один и тот же товар на различных рынках. Если цены на товар выравниваются, устанавливается равновесие цен между рынками, возможности А. снижаются до нулевых. В чистом виде А. чаще всего встре-

чается на рынках сельскохозяйственной продукции, цветных металлов и ценных бумаг. Примером А. может служить международная торговля товарами при наличии сравнительных преимуществ у торгующих стран. Имеют место следующие формы А.: валютный — операции по покупке и продаже валюты, проводимые в целях получения прибыли от разницы курсов валюты на рынках различных стран; процентный в целях страхования — получение займа в валюте с последующей конверсией ее в другую и продажей по срочному контракту; арбитражная сделка — а) покупка и продажа валюты, ценных бумаг, товаров на различных рынках в целях получения прибыли за счет разницы цен одинаковых биржевых объектов; б) одновременная сделка на один товар на различных рынках; в) биржевая сделка («спот», или срочная) с использованием различного уровня цен в разных биржевых центрах; смешанный — как по вопросам факта, так и по вопросам права; арбитражная оговорка — условие договора, исключающее возможность обращения одной из заинтересованных сторон в суд для разрешения спора, подпадающего под действие этого договора, если одна из сторон обратится в суд, то последний должен отказаться от рассмотрения дела по просьбе другой стороны.

АУКЦИОН (лат. *auctio* — возрастание) — публичный торг для продажи движимого (акции, облигации и другие ценные бумаги) и недвижимого (земельные участки, здания, оборудование, жилые дома и пр.) имущества, товаров, обладающих индивидуальными свойствами, под руководством специального лица (аукциониста); проходящий в заранее установленное время в определенном месте, при котором товары (или их образцы) предварительно выставляются для осмотра и считаются проданными тому покупателю, который предложил наивысшую цену. Общее условие всех А. — отсутствие ответственности продавца за качество выставленного для осмотра товара. Товар на А. продается единичными образцами или партиями (лотами). В процессе торга аукционист объявляет присутствующим потенциальным покупателям (аукционерам) о продаваемом товаре и его начальной стартовой цене. Затем аукционеры поочередно объявляют, называют повышающуюся цену, по которой они готовы купить товар. Торг продолжается до тех пор, пока не будет названа наивысшая цена. Это «английский» А. При «голландском» А. торг начинается с очень высокой цены и ведется с ее понижением, пока не найдется покупатель, со-

гласный купить товар по объявленной цене. Аукционная продажа может быть добровольной, организованной самим продавцом либо осуществляемой им через специальную организацию, а также принудительной, организованной для реализации имущества должника. Добровольный А. проводится по инициативе владельца товара. Принудительный А. проводится судебными органами или органами власти в целях взыскания долгов, продажи конфискованного или невостребованного имущества (продажа «с молотка»). Двойной А. — форма проведения торга, в котором конкурируют и продавцы, и покупатели, а цена устанавливается на уровне равновесия спроса и предложения, когда число продавцов по этой цене равно числу покупателей. Закрытый А., или А. «в темную», на котором все покупатели предлагают цены одновременно, обычно в виде письменных заявок, и товар продается тому, чья цена окажется выше, или покупается у того, кто запросил за свой товар самую низкую цену. Такой А. применяется при продаже домов, оружия и др. Вексельный А. — распродажа краткосрочных казначейских векселей, осуществляемая по графику, например Казначейством США. Распродажа проводится на основе заявок, которые подают желающие приобрести казначейские векселя. Международные А. организуются специальными фирмами в крупных торговых центрах.

ВАЛЮТА ПЛАТЕЖА — валюта, в которой происходит фактическая оплата товаров, оказываемых услуг или погашение кредита. В.п. может быть любая валюта, согласованная между поставщиком и покупателем. Выбор В.п. осуществляется с учетом валютного курса, сложившихся традиций и т.п. В.п. может не совпадать с валютой сделки, особенно при клиринговой форме расчетов, введении в контракт специальной расчетной единицы и т.д. При несовпадении валют платежа и сделки во внешнеторговом или кредитном контракте определяется курс пересчета. В международной торговле наиболее часто В.п. является американский доллар. Получили распространение искусственно созданные международные счетные денежные единицы: специальные права заимствования (СДР) и европейская валютная единица (евро).

ВАЛЮТНАЯ БИРЖА — биржа, осуществляющая на регулярной и упорядоченной основе операции с валютой и проводящая ее котировку. Торговля валютой в крупных масштабах производится в современных условиях между банками в ряде стран

(Франция, Италия, Нидерланды). Наряду с межбанковским валютным рынком существуют и специальные В.б.

ВАЛЮТНЫЙ РИСК — опасность валютных потерь при изменении курса иностранной валюты по отношению к национальной денежной единице при проведении внешнеторговых и иных операций. С точки зрения валютного рынка интересы сторон не совпадают: экспортер стремится зафиксировать цену в относительно устойчивой валюте, а импортер, наоборот, заинтересован в том, чтобы установить цену в валюте, подлежащей обесценению. Экспортер несет убытки при понижении курса валюты контракта относительно национальной валюты в период между подписанием контракта и осуществлением платежа по нему. Импортер, напротив, несет убытки при повышении курса валюты контракта.

ВАРРАНТ (англ. *warrant*) — разновидность опциона, дающего возможность его владельцу приобрести у эмитента на льготных условиях определенное количество акций в течение установленного периода.

ВЕКСЕЛЬ — безусловное обязательство должника выплатить указанную в нем сумму по истечении установленного в нем срока. Векселя могут передаваться от одного векселедержателя другому, при этом на их оборотной стороне наносится надпись (индоссамент) с указанием или без указания имени нового держателя. Должник и все лица, являющиеся держателями, несут перед последним векселедержателем солидарную ответственность по выплате указанной суммы.

ВСЕМИРНЫЙ БАНК — специализированное учреждение ООН, состоящее из четырех тесно связанных между собой организаций, общей целью которых является повышение уровня жизни в развивающихся странах за счет финансовой помощи промышленно развитых стран. К этим организациям относятся Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Международная ассоциация развития (МАР), Международная финансовая корпорация (МФК) и Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МАИГ). В.б. представляет собой крупнейший в мире инвестиционный институт, на его долю приходится около половины финансовых средств, направляемых всеми межгосударственными организациями в развивающиеся страны для их скорейшего социально-экономического развития.

ВСТРЕЧНАЯ ТОРГОВЛЯ (англ. *counter trade*) — внешнеторговые операции, при совершении которых в документах (соглашениях или контрактах) фиксируются твердые обязательства экспортеров и импортеров произвести полный или частично сбалансированный обмен товарами. В последнем случае разница в стоимости покрывается денежными платежами.

ДЕРИВАТИВЫ — производные (фьючерсы и опционы) от основных активов (валют, акций и т.п.).

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ (лат. *diversus* — разный и *facere* — делать) — 1) распределение инвестируемых или ссужаемых денежных капиталов между различными объектами вложений в целях снижения риска возможных потерь капитала или доходов от него. Такую Д. называют Д. кредитов. В области банковских операций принцип Д. проявляется в распределении ссудного капитала между большим числом клиентов. Иногда банковское законодательство запрещает коммерческим банкам предоставлять одной фирме кредит на сумму, превышающую 10% собственного капитала банка. На принципе Д. базируется деятельность инвестиционных компаний и фондов; 2) расширение ассортимента, изменение вида продукции, производимой предприятием, фирмой, освоение новых видов производств в целях повышения эффективности производства, получения экономической выгоды, предотвращения банкротства.

ЕВРОВАЛЮТА — применима к любым валютам, которые используются для инвестирования нерезидентов иностранными банками.

ЕВРОПЕЙСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ (ЕБРР) создан в 1990 г. на основе межправительственного соглашения. ЕБРР является международной финансовой организацией с высоким кредитным рейтингом. Такой статус открывает ему широкий доступ на международные рынки капиталов, дает большие возможности для заимствования там средств на льготных условиях. Штаб-квартира ЕБРР находится в Лондоне (Великобритания). В состав Банка в качестве институциональных членов входят Европейский союз и Европейский инвестиционный банк. Основными целями ЕБРР являются: осуществление операций исключительно в странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), поддержание перехода этих стран к рыночной экономике; содействие развитию частного предпринимательства; сочетание функций коммерческого банка и банка развития. Главные направления деятельности ЕБРР: оказание помощи странам-членам в осуществле-

нии структурных и отраслевых экономических реформ, включая демонополизацию, децентрализацию и приватизацию с учетом потребностей этих стран на различных этапах перехода к рыночной экономике; содействие развитию частного сектора путем организации, модернизации и расширения производственной деятельности, прежде всего малых и средних предприятий; содействие инвестициям в производство в целях создания конкурентной среды и повышения производительности, качества жизни, улучшения условий труда; финансирование частных или приватизируемых предприятий, которые вносят вклад в развитие частного сектора; поощрение прямых иностранных инвестиций; организация и укрепление финансовых учреждений и объектов промышленного сектора; содействие малым и средним предприятиям; улучшение окружающей среды; оказание помощи в создании или модернизации инфраструктуры, необходимой для деятельности в частном секторе; предоставление технической помощи и консультативного содействия в подготовке, финансировании и реализации проектов; содействие укреплению финансовых институтов и правовых систем; стимулирование и поощрение развития рынков капиталов.

ЕВРОПЕЙСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК (ЕИБ) учрежден в 1958 г. в соответствии с Римским договором. Его Устав является составной частью Договора о Европейском союзе (ЕС). Задачи Банка определяются на основе решений Европейского совета. ЕИБ представляет собой финансово автономную и юридически самостоятельную организацию. Членами Банка являются все страны ЕС. ЕИБ осуществляет финансирование инвестиций в странах ЕС, совершая операции на рынке капиталов и используя свои собственные средства. Он не ставит целью получение прибыли. Его задача — предоставление займов и гарантий, облегчающих финансирование проектов для менее развитых регионов, для модернизации или конверсии предприятий, развития предпринимательской деятельности в новых областях, а также осуществления проектов, представляющих общий интерес для нескольких стран-членов. ЕИБ предоставляет также займы некоторым развивающимся странам и странам ЦВЕ. Источниками ресурсов являются уставный капитал, резервы, выпуск облигационных займов. Наибольшие квоты подписки на капитал имеют Великобритания, Германия, Италия и Франция. Главные направления деятель-

ности ЕИБ: предоставление кредитов как государственным, так и частным заемщикам в промышленности, сельском хозяйстве, экологической и энергетической инфраструктурах, услугах, коммуникациях; финансирование инвестиционных программ, осуществляемое в сочетании с операциями структурных фондов, действующих под руководством Европейской комиссии; предоставление долгосрочных займов для промышленных проектов и проектов по развитию инфраструктуры; оказание содействия в разработке и оценке проектов путем проведения анализа их технико-экономического обоснования; предоставление займов на финансирование проектов, осуществляемых в странах, не являющихся членами ЕС.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ (англ. *invest*, нем. *investieren* от лат.) — осуществление инвестиций; вложение инвестором средств во что-либо.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ЗА РУБЕЖОМ, ПРЯМОЕ — форма деятельности фирмы на зарубежном рынке в виде создания за рубежом предприятий. Целесообразность прямого инвестирования обуславливается как экономическими выгодами от использования более дешевых ресурсов, так и завоеванием нового рынка при сохранении полного контроля над капиталовложениями.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПОЛУЧЕННЫХ СРЕДСТВ, АВТОМАТИЧЕСКОЕ — планы создания совместных фондов на добровольной основе или по контрактам, дивиденды и/или прибыль с которых автоматически вкладывается в новые акции либо в доли акций.

ИНВЕСТИРОВАТЬ — вложить капитал в какое-нибудь предприятие, дело.

ИНВЕСТИЦИИ (нем. *Investition*, от лат. *investiere* — облачать) — денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта. Различают внутренние и заграничные И. Долгосрочные И. связаны с осуществлением капитального строительства в форме нового строительства, а также реконструкции, расширения и технического перевооружения действующих предприятий и объектов непроизводственной сферы. Такие работы приво-

дят к изменению сущности объектов, на которых они осуществляются, а затраты, производимые при этом, не являются издержками отчетного периода по их содержанию; с приобретением зданий, сооружений, оборудования, транспортных средств и других отдельных объектов (или их части) основных средств, земельных участков и объектов природопользования, активов нематериального характера. И. подразделяются на финансовые и реальные. Финансовые И. — вложения в финансовые инструменты, т.е. вложения в акции, облигации, другие ценные бумаги и банковские депозиты.

ИНВЕСТИЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ — помещение капитала (в отличие от обычного — в недвижимость) в предметы искусства, марки, старинные монеты и т.п.

ИНВЕСТИЦИИ БАНКОВСКИЕ — вложения банковских ресурсов, как правило, на недлительный срок.

ИНВЕСТИЦИИ БЮДЖЕТНЫЕ — вложения бюджетных средств в капитал действующих или вновь создаваемых предприятий. Результатом И.б. является возникновение собственности государственных органов власти и органов местного самоуправления на эквивалентную часть капитала. Это может быть полное владение собственностью или владение акциями (паями) акционерного общества или товарищества. Созданная за счет Б.и. собственность производственного и непроизводственного назначения передается соответствующим органам управления государственным или муниципальным имуществом.

ИНВЕСТИЦИИ В ЗАПАСЫ — изменение размеров складских запасов предприятия, включающих основные и вспомогательные материалы, незавершенную и готовую продукцию.

ИНВЕСТИЦИИ В НЕПРОИЗВЕДЕННЫЕ АКТИВЫ — часть капиталобразующих инвестиций в активы, которые возникают не в процессе производства. Различают произведенные материальные активы — природные активы, такие, как земля, недра, некультивируемые (естественные) биологические ресурсы, водные ресурсы, и произведенные нематериальные активы — юридические формы, которые составляют в связи с процессами производства и периодически переходят от одних институциональных единиц к другим.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ — приобретение фирмами вновь произведенных капитальных благ, к числу которых относятся, например, производственное оборудование, новые производственные здания, сооружения и т.д.

ИНВЕСТИЦИИ В ПРОИЗВЕДЕННЫЕ АКТИВЫ — часть капиталобразующих инвестиций, включающая в себя вложения в основной капитал, запасы материальных оборотных средств, ценности. Запасы материальных оборотных средств состоят из запасов продукции, находящейся в распоряжении производителей до того, как она будет переработана, продана или использована другими способами, а также запасов продуктов, предназначенных для использования или перепродажи без дальнейшей переработки: сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция, товары для перепродажи. Ценности представляют собой товары значительной стоимости, как правило, не используемые в целях производства или потребления и приобретаемые как средства сохранения стоимости. Они состоят из драгоценных металлов и камней, ювелирных изделий, произведений искусства и т.д.

ИНВЕСТИЦИИ В УЧЕТЕ США, ДОЛГОСРОЧНЫЕ — помещение средств на срок более одного года в целях либо получения дополнительной прибыли, либо приобретения влияния на компанию, ценные бумаги которой покупаются, либо по причине того, что такое вложение средств более выгодное по сравнению с организацией собственных операций в этой области. И.д. отражаются в балансе отдельной строкой между оборотными активами и необоротными активами или включаются в состав необоротных активов.

ИНВЕСТИЦИИ ВАЛОВЫЕ — общий объем инвестиций независимо от источников финансирования.

ИНВЕСТИЦИИ ВАЛОВЫЕ ЧАСТНЫЕ ВНУТРЕННИЕ — затраты на вновь произведенные средства производства: машины, оборудование, инструменты и здания, а также на пополнение товарно-материальных запасов.

ИНВЕСТИЦИИ ИНОСТРАННЫЕ ПРОЧИЕ — инвестиции, не подпадающие под определение прямых портфельных. Среди них выделяются торговые кредиты (предварительная оплата и предоставление кредитов для импортно-экспортных операций) и прочие кредиты, полученные не от прямых инвесторов, в том числе кредиты, поступившие от международных финансовых организаций, банковские вклады.

ИНВЕСТИЦИИ ИНОСТРАННЫЕ ПРЯМЫЕ — категория международной инвестиционной деятельности, отражающая стремление хозяйственной единицы резидента одной страны приобрести устойчивое влияние на деятельность предприятия в другой стране.

- ИНВЕСТИЦИИ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЕ** — вложение средств на подготовку специалистов на курсах, передачу опыта, лицензий и ноу-хау, совместные научные разработки и т.д.
- ИНВЕСТИЦИИ КАПИТАЛООБРАЗУЮЩИЕ** — вложения, определяемые как сумма средств, необходимых для строительства (расширения, реконструкции, модернизации) и оснащения оборудованием инвестируемых объектов, расходов на подготовку капитального строительства и прироста оборотных средств и нематериальных активов, необходимых для нормального функционирования организаций.
- ИНВЕСТИЦИИ КОНТРОЛИРУЮЩИЕ** — вложения, обеспечивающие обладание контрольным пакетом.
- ИНВЕСТИЦИИ КРАТКОСРОЧНЫЕ (ВРЕМЕННЫЕ)** — статья актива баланса компаний ряда стран, означающая объем находящихся в руках компании ценных бумаг для последующей продажи, обращающихся на рынке и приносящих доход. Ценные бумаги могут быть оценены в балансе: по номинальной стоимости, по рыночной стоимости, по цене покупки, в зависимости от того, какая из них больше соответствует задачам предприятия в области раскрытия информации.
- ИНВЕСТИЦИИ НЕЗАПЛАНИРОВАННЫЕ** — дополнительные инвестиции, сделанные сверх необходимых для реализации запланированных инвестиционных проектов.
- ИНВЕСТИЦИИ НЕКОНТРОЛИРУЮЩИЕ** — владение менее чем 50% акций другой компании, имеющих голос; И.н. включают в себя не влияющие инвестиции (менее 20% акций) и влияющие, но не контролирующие инвестиции.
- ИНВЕСТИЦИИ НЕФИНАНСОВЫЕ** — неденежные инвестиции, связанные с вложением в инвестиционный проект прав, лицензий, ноу-хау, машин, оборудования, земельных участков и т.д.
- ИНВЕСТИЦИИ «ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ»** — изъятие капитала.
- ИНВЕСТИЦИИ ПОРТФЕЛЬНЫЕ** — вклад инвестиций в акции, другие ценные бумаги и их финансовые производные, составляющие «портфель инвестиций», в который не входят прямые инвестиции. К ценным бумагам, кроме акций, относятся облигации, бонны, векселя, переводные депозитные сертификаты, предпочтительные акции, банковские акцепты и рыночные долговые расписки.
- ИНВЕСТИЦИИ ПРЯМЫЕ** — капитальные вложения непосредственно в производство какой-либо продукции, включающие покупку, создание или расширение фондов предприятия (филиала),

а также все другие операции, связанные либо с установлением (усилением) контроля над компанией, независимо от ее юридической формы, либо с расширением деятельности компании. П.и. обеспечивают инвесторам фактический контроль над инвестируемым производством.

ИНВЕСТИЦИИ РЕАЛЬНЫЕ — долгосрочные вложения средств в отрасли материального производства.

ИНВЕСТИЦИИ ФАКТИЧЕСКИЕ — реальный объем инвестиций государственных и частных фирм; И.ф. равны сумме запланированных и незапланированных инвестиций.

ИНВЕСТИЦИИ ФИНАНСОВЫЕ — вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги, выпущенные частными компаниями и государством, а также объекты тевзаврации, банковские депозиты.

ИНВЕСТИЦИИ ЧИСТЫЕ — валовые инвестиции за вычетом инвестиций, осуществленных за счет сумм амортизации основных фондов.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ — вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций. Инвестирование в создание и воспроизводство основных фондов осуществляется в форме капитальных вложений.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ — кредитно-финансовый институт, который аккумулирует денежные средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг (обязательств) и помещает их в акции и облигации предприятий в своей стране и за рубежом. В отличие от холдинговых компаний И.к. не осуществляют контроля за деятельностью корпораций. В зависимости от метода формирования пассивов И.к. делятся на две основные группы: 1) закрытого типа — с фиксированным акционерным капиталом, акции которых котируются на рынке и не подлежат погашению до момента ликвидации компании; 2) открытого типа — с постоянно меняющимся капиталом, так как их акции свободно покупаются самими компаниями по ценам, соответствующим рыночной стоимости активов И.к. На рынке капиталов И.к. выступают в качестве инвесторов.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК — специальный кредитный институт, мобилизующий долгосрочный ссудный капитал и предоставляющий его заемщикам (компаниям и государству) посредством выпуска и размещения облигаций и других заемных

средств. Функции И.б. включают: выяснение характера и размеров финансовых потребностей заемщиков; согласование условий займа; выбор вида ценных бумаг; определение сроков их выпуска с учетом спроса рынка; эмиссию и последующее размещение среди инвесторов, при необходимости — организацию гарантийных банковских синдикатов; обеспечение вторичного рынка для ранее выпущенных ценных бумаг и др. И.б. могут выполнять не только посреднические функции: в роли гарантов эмиссий и организаторов рынка они покупают и продают крупные пакеты акций и облигаций за свой счет, предоставляют кредиты покупателям ценных бумаг. Ресурсы банка формируются за счет продажи собственных акций. Особенность И.б. состоит в том, что они не специализируются на приеме вкладов населения.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БУМ — бурная активизация инвесторов, быстро растущее предложение инвестиций, капиталовложений в экономику. Характерен при стабилизации экономических процессов в стране, установлении благоприятных долговременных и законодательно оформленных условий для инвесторов, в первую очередь зарубежных, обеспечивающих уверенность в надежности вложений капиталов.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ИНСТИТУТ — юридическое лицо, осуществляющее посредническую или консультационную деятельность исключительно с ценными бумагами. Характерны институты: инвестиционные брокеры, консультанты, компании, фонды; в качестве И.и. часто выступает коммерческий банк.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КАПИТАЛ — капитал, вложенный в долгосрочные инвестиции, на длительный период времени.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛУБ — группа инвесторов, объединивших капиталы для совместного инвестирования.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КОНСУЛЬТАНТ — специалист, инвестиционный институт, оказывающий консультационные услуги в выпуске и обращении ценных бумаг.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ — управление инвестициями в конкретную отрасль экономики либо в развитие компании, предприятия.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ НАЛОГОВЫЙ КРЕДИТ — такое изменение срока уплаты налога, при котором организация имеет возможность в течение определенного срока и в известных пределах уменьшать платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. И.н.к. может

быть предоставлен по налогу на прибыль (доход) организации, а также по региональным и местным налогам. Решение о предоставлении И.н.к. по налогу на прибыль (доход) организации в части, поступающей в бюджет субъекта Российской Федерации, принимается финансовым органом субъекта Российской Федерации. И.н.к. может быть предоставлен на срок от одного года до 5 лет. Организация, получившая И.н.к., вправе уменьшать свои платежи по соответствующему налогу в течение срока действия договора об И.н.к. Уменьшение производится по каждому платежу соответствующего налога, по которому предоставлен И.н.к., за каждый отчетный период до тех пор, пока сумма, не уплаченная организацией в результате всех таких уменьшений (накопленная сумма кредита), не станет равной сумме кредита, предусмотренной соответствующим договором. Конкретный порядок уменьшения налоговых платежей определяется заключенным договором об И.н.к. Если организация заключила более одного договора об И.н.к., срок действия которых не истек к моменту очередного платежа по налогу, то накопленная сумма кредита определяется отдельно по каждому из них. При этом вначале она увеличивается в отношении первого по сроку заключения договора, а при достижении размера, предусмотренного указанным договором, организация может увеличивать накопленную сумму кредита по следующему договору. В каждом отчетном периоде (независимо от числа договоров об И.н.к.) суммы, на которые уменьшаются платежи по налогу, не могут превышать 50% в размеров соответствующих платежей по налогу, определенных по общим правилам без учета наличия договоров об И.н.к. Накопленная в течение налогового периода сумма кредита не может превышать 50% размеров суммы налога, подлежащего уплате организацией за этот налоговый период. Если накопленная сумма кредита превышает предельные размеры, на которые допускается уменьшение налога для такого отчетного периода, то разница между нею и предельно допустимой суммой переносится на следующий отчетный период. Если организация имела убытки по результатам отдельных отчетных периодов в течение налогового периода либо убытки по итогам всего налогового периода, излишне накопленная по итогам налогового периода сумма кредита переносится на следующий налоговый период и признается накопленной суммой кредита в первом отчетном периоде нового налогового периода.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПАЙ — именная ценная бумага, удостоверяющая право инвестора по предъявлении им управляющей компании требования о выкупе И.п. на получение денежных средств в размере, определяемом на базе стоимости имущества паевого инвестиционного фонда на дату выкупа. Каждый И.п. предоставляет его владельцу одинаковые права. Порядок выпуска И.п., их размещения и обращения, регистрации проспекта эмиссии устанавливается Федеральной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации. Количество выпускаемых И.п. устанавливается управляющей компанией. Регистрация и опубликование проспекта эмиссии И.п. осуществляются управляющей компанией. И.п. выпускаются в документарной или в бездокументарной форме. Срок размещения И.п. не ограничивается. Проценты и дивиденды по И.п. не начисляются. Выпуск производных от И.п. ценных бумаг не допускается.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ БАНКОВ — совокупность ценных бумаг, приобретенных банком. Включает акции промышленных и иных компаний, облигации и другие долговые обязательства, преимущественно долгосрочного характера, центральных и местных органов власти, государственных предприятий. Формируется банками с учетом обеспечения прибыльности, регулирования ликвидности, необходимости диверсификации активов. Ценные бумаги, входящие в И.п.б., делятся на собственно инвестиции и т.н. вторичные ликвидные резервы — ликвидные активы, в первую очередь государственные долговые обязательства. Банки применяют сложную технику управления инвестиционным портфелем. Наиболее распространена ступенчатая структура сроков погашения ценных бумаг, при которой средства от реализации погашаемых ценных бумаг реинвестируются в покупку новых ценных бумаг с максимальным сроком.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ СЕРТИФИКАТ — ценная бумага, гарантирующая определенный минимум дохода, но не предоставляющая права голоса на общем собрании акционерного общества; свидетельство о доле (участии) в инвестиционном фонде. И.с. не является ни твердопроцентной ценной бумагой, ни акцией; представляет собой результат деления акции, дробления предоставляемых ею прав, оставляющего за обладателем ценной бумаги только имущественные права, которые распространяются на дивиденды, нераспределенную прибыль и на ликвида-

ционный остаток. Иногда И.с. именуются привилегированными инвестиционными сертификатами. Такие сертификаты приносят доход своим владельцам в первую очередь в виде определенного процента от номинальной стоимости акции и от дополнительных дивидендов, зависящих от результатов деятельности фирмы. Цена И.с. меняется в результате изменения спроса на акции, включенные в инвестиционный фонд. Ежедневно цены И.с. определяются делением стоимости фонда на число И.с. И.с. допущены к обращению на ограниченном числе бирж, например, Нью-Йоркской, Лондонской, Цюрихской и некоторых других.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ СПРАВОЧНИК — публикации специализированных консалтинговых компаний с рекомендациями по приобретению акций, курс которых представляет интерес с точки зрения вложения капитала.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД — любое акционерное общество открытого типа, которое одновременно осуществляет деятельность, заключающуюся в привлечении средств за счет эмиссии собственных акций, инвестировании собственных средств в ценные бумаги других эмитентов, торговле ценными бумагами, владеет инвестиционными ценными бумагами, стоимость которых составляет 30% и более от общей стоимости его активов в течение более четырех месяцев суммарно в пределах одного календарного года. И.ф. открытого типа выпускает акции определенными порциями, которые свободно продаются новым покупателям, что позволяет постоянно наращивать денежный капитал для новых инвестиций. И.ф. закрытого типа, как правило, выпускает акции один раз и в значительном количестве. Новый покупатель вынужден приобретать их по рыночной цене у прежних владельцев. И.ф. не могут являться банки и страховые компании.

ИНВЕСТОР (англ. *investor* — вкладчик) — физическое или юридическое лицо, не являющееся дилером, осуществляющее вложение собственных, заемных или привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивающее их целевое использование. В качестве И. могут выступать: органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами, российские граждане и юридические лица; иностранные физические и юридические лица, государства и международные организации. Допускается объединение средств И. для осуществления совместного инвестирования.

И. могут выступать в роли вкладчиков, заказчиков, кредиторов, покупателей, выполнять функции любого другого участника инвестиционной деятельности. Инвестиционный капитал, вкладываемый И., может быть представлен в виде финансовых ресурсов, имущества, интеллектуального продукта. И. осуществляют долговременные вложения в достаточно крупные проекты, связанные со значительными производственными, техническими, технологическими преобразованиями, новшествами.

ИНВЕСТИТОР АГРЕССИВНЫЙ — покупатель ценных бумаг, готовый идти на риск ради получения высоких дивидендов.

ИНВЕСТИТОР АККРЕДИТОВАННЫЙ — инвестор, соответствующий квалификационным требованиям к компетентности в финансовых вопросах; допускается к участию в размещении ценных бумаг.

ИНВЕСТИТОР ИНОСТРАННЫЙ — иностранные юридические лица, включая, в частности, любые компании, фирмы, предприятия, организации и ассоциации, созданные в соответствии с законодательством страны своего местонахождения и правомочные осуществлять инвестиции в соответствии с тем же законодательством; иностранные граждане, лица без гражданства, российские граждане, имеющие постоянное место жительства за границей, при условии, что они зарегистрированы для ведения хозяйственной деятельности в стране их гражданства.

ИНВЕСТИТОР ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ — кредитно-финансовый институт, выступающий в роли держателя акций и облигаций. В качестве И.и. обычно рассматриваются инвестиционные фонды, трастовые компании, страховые организации, пенсионные и благотворительные фонды, планы внутри нефинансовых компаний (пенсионные планы, планы участия работников в собственности и другие целевые финансовые программы). Назначение И.и. — аккумуляция мелких сбережений и целевых финансовых ресурсов и укрупнение их на основе вложения средств в объемные портфели ценных бумаг и других активов. Источник финансовых средств И.и. (в том числе прибыли, если он действует на коммерческом расчете) — маржа между доходами от инвестиций и выплатами клиентам.

ИНВЕСТИТОР НОМИНАЛЬНЫЙ — инвестор, зарегистрированный как владелец ценных бумаг, хотя они фактически ему не принадлежат; обычно банк, трастовая компания или другое учреждение, которые по просьбе клиентов-бенефициаров являются держателями ценных бумаг.

ИНВЕСТИТОР РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ КРАТКОСРОЧНЫХ БЕСКУПОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ — юридическое или физическое лицо, не являющееся дилером и приобретающее облигации на праве собственности или ином вещном праве, обладающее правом на владение облигациями в соответствии с действующим законодательством, условиями и параметрами выпуска облигаций.

ИНВЕСТИТОРЫ ИНСТИТУЦИОННЫЕ — государственные, общественные, социальные организмы, институты, обладающие капиталами и вкладывающие их в акции.

КОНСОРЦИУМЫ — временные союзы хозяйственно-обособленных предприятий, которые в данном контексте создаются для повышения технической и коммерческой конкурентоспособности производимой продукции.

КОНТРАКТ ФЬЮЧЕРСНЫЙ — соглашение о поставке товара в будущем, в котором унифицированы практически все условия, в частности качество, количество, условия поставки, условия платежа, упаковка и маркировка, порядок рассмотрения споров, форс-мажор и т.д.

КОНЦЕРН — одна из форм договорного объединения предприятий с правом юридического лица. Осуществляет деятельность на основе централизации функций научно-технического и производственного развития, инвестиционной, финансовой, природоохранительной и внешнеэкономической деятельности, а также возмездного обслуживания предприятий, входящих в него. Члены К. сохраняют хозяйственную самостоятельность, но при этом его участники не могут входить в состав других К. Характерной особенностью К. является выпуск и реализация конечной продукции или оказание услуг, охватывающих все стороны деятельности, связанные с решением этой задачи.

ЛИБОР (англ. — *London Interbank Offered Rate*, LIBOR — лондонская межбанковская ставка предложения) — средняя ставка процента, по которой банки Лондона размещают свои депозиты в других первоклассных банках. Такая ставка ежедневно фиксируется на 11 часов дня и служит ориентиром при установлении процентов по займам для всех других банков, особенно при международных сделках. Ставка по краткосрочным кредитам (обычно на срок 3—6 месяцев) служит основным ориентиром для установления каждым банком своих учетных ставок. Применяется при определении себестоимости продукции (работ, услуг) для целей налогообложения.

ЛИЗИНГ МЕЖДУНАРОДНЫЙ — договор аренды, заключаемый предприятиями и организациями разных стран. Характеризуется тем, что лизинговая фирма и поставщик находятся в разных странах.

МАРЖА УЧЕТНОЙ СТАВКИ — разница между учетной ставкой банка по кредитам и по депозитным вкладам, что в конечном итоге определяет рентабельность банка.

МАРКЕТИНГ — анализ и прогнозирование рыночной ситуации в целях ориентации производства и обеспечения лучших экономических условий реализации произведенной продукции.

МЕЖДУНАРОДНАЯ КОРПОРАЦИЯ (англ. *international corporation*) — форма структурной организации крупной корпорации, осуществляющей прямые инвестиции в различные страны мира.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ (МФК). Создана в 1956 г. Специализированное учреждение ООН. Формально МФК считается независимой от МБРР, является самостоятельным юридическим лицом со своим Уставом и собственными ресурсами. Однако фактически МФК — филиал МБРР. Как и МБРР, МФК формирует основную массу ресурсов путем привлечения средств с мирового рынка капиталов. Располагает более широким, чем МБРР, набором инструментов. Она не только предоставляет кредиты, но и приобретает акции компаний. Не требует, в отличие от МБРР, правительственных гарантий и не берет на себя риски. Поэтому отбор проектов отличается особой тщательностью. Выделенные МФК кредиты обычно не превышают 25% стоимости проекта. Членами МФК являются 174 страны, в том числе Россия. Основные цели МФК: содействие в финансировании частного предпринимательства, преимущественно в развивающихся странах, в целях экономического развития стран-членов; оказание помощи в управлении предприятиями, созданными с участием как иностранного капитала, так и местных инвестиций; стимулирование притока частного капитала в производственную сферу; реализация принципа рентабельности в сотрудничестве с частным сектором. Главные направления деятельности МФК: финансирование предпринимательства в странах-членах путем предоставления займов непосредственно частным компаниям и инвестирования собственных средств МФК, не требуя гарантий со стороны правительств; осуществление инвестиций за счет собственных средств в обрабатывающую и добывающую промышленность, сельское хозяйство, коммунальные предпри-

ятия, туризм; привлечение частных финансовых средств для инвестиций в проекты по развитию инфраструктуры, охране окружающей среды; содействие развитию предпринимательства в малом и среднем бизнесе путем финансирования создания совместных предприятий с участием иностранных партнеров, оказания технической и консультационной помощи; оказание содействия частным и смешанным по капиталу предприятиям в овладении современными методами управления производством; консультирование их по вопросам налогообложения, страхования, реструктуризации компаний; подготовка и оценка проектов производственных объектов; определение потребностей в инвестициях; поиск частных инвесторов; содействие в управлении рисками (проведении операций хеджирования, операций, связанных со страхованием валютных рисков, изменениями на рынке ценных бумаг); объединение привлекаемых из разных источников финансовых ресурсов для инвестиций в частные компании; предоставление гарантий инвесторам и вспомогательное финансирование; сотрудничество с МБРР по вопросам разработки национальных стратегий стран-членов, реформирования их финансового сектора и системы налогообложения; консультирование деловых кругов и правительств стран-членов по вопросам экономического развития (выработки экономической политики; определения целей и стратегий предпринимательской деятельности; составления маркетинговых программ; определения источников привлечения финансовых средств для развития частного сектора; изучения возможностей получения технической помощи); оказание технической помощи частным фирмам, финансирование которой осуществляется с помощью Фонда технической помощи, созданного в рамках МФК; осуществление информационной деятельности; предоставление информации о новых проектах, новых рынках, открытых для иностранных инвесторов, о деятельности МФК.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС — предпринимательская деятельность, в которой совместно участвуют фирмы разных государств и используется международный капитал.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИНЖИНИРИНГ — деятельность по предоставлению комплекса услуг производственного, коммерческого и научно-технического характера, оказываемых как специализированными инженерно-консультационными фирмами, так и промышленными, строительными и другими компаниями.

МНОГОСТОРОННЕЕ АГЕНТСТВО ПО ИНВЕСТИЦИОННЫМ

ГАРАНТИЯМ (МАИГ). Создано в 1988 г., является специализированным учреждением ООН. Будучи в финансовом отношении независимым, тем не менее, является филиалом МБРР. В состав МАИГ входят 145 стран, в том числе Россия. Основные цели МАИГ: предоставление гарантий на инвестиции, направляемые на производственные цели, преимущественно в развивающихся странах-членах; страхование и перестрахование от некоммерческих рисков; содействие разработке проектов и обоснованное их обеспечение с точки зрения потребностей конкретной страны; оказание технической помощи в стимулировании притока иностранных инвестиций в развивающиеся страны; осуществление информационной деятельности. Основные направления деятельности МАИГ: предоставление гарантий для защиты от потерь, вызванных неконвертируемостью местной валюты, экспроприацией собственности в стране пребывания, войной и гражданскими беспорядками, нарушением контракта контрагентом страны пребывания; проведение операций по совместному страхованию или перестрахованию; предоставление гарантий международным консорциумам; содействие развивающимся странам в разработке проектов и подготовке заявок на предоставление гарантий; обеспечение заявок технико-экономическими обоснованиями; помощь развивающимся странам в привлечении прямых иностранных капиталовложений (предоставление консультационных услуг по созданию благоприятного климата для притока иностранных инвестиций; распространение информации о новых инвестиционных проектах; оказание технической помощи и помощи в разработке маркетинговых программ). Источником финансирования МАИГ является его основной капитал, который состоит из взноса стран-членов.

ОБЛИГАЦИЯ — ценная бумага, дающая ее держателю (владельцу) доход в виде фиксированного процента от ее нарицательной стоимости; долговое обязательство, выдаваемое государством или предприятием на определенных условиях при выпуске внутреннего займа; одна из форм фиктивного капитала.

ОВЕРДРАФТ (англ. *overdraft*) — банковский кредит, проводимый через текущий счет клиента, что позволяет снимать деньги со счета постепенно в пределах данного кредита.

ОПЕРАЦИЯ ФЬЮЧЕРСНАЯ — срочная коммерческая и финансовая операция.

ОПЦИОН (англ. *option*) — договор (ценная бумага), в соответствии с которым покупатель вправе купить или продать определенную ценную бумагу или товар по фиксированной цене по истечении установленного времени или на известную дату. Покупатель опциона выплачивает премию его продавцу взамен на его обязательство реализовать указанное выше право.

ОПЦИОННАЯ БИРЖА — биржа, специализирующаяся на котировке долговых финансовых обязательств.

ОФШОР (англ. *off-shore*) — термин, применяемый для мировых финансовых центров, а также некоторых видов банковских операций. Офшорные центры привлекают иностранный капитал специальными налоговыми и другими льготами, предоставляемыми иностранным компаниям, зарегистрированным в стране расположения центра. Центрами О. называются такие, где кредитные учреждения (национальные и иностранные) осуществляют операции с нерезидентами в иностранной для данной страны валюте. Внутренний рынок ссудных капиталов изолируется от внешнего путем отделения счетов резидентов от счетов нерезидентов, предоставления последним налоговых льгот вплоть до полного освобождения от налогообложения, освобождения от валютного контроля и т.п. Кредитные учреждения, находящиеся в центре О., пользуются территорией страны для проведения операций за ее пределами, но не являются интегральной частью национальной экономики. Термином О. называют компании международного права, действующие в так называемых налоговых гаванях.

ПРЕДПРИЯТИЕ С ИНОСТРАННЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ (англ. *direct investment enterprise*) — акционерное или неакционерное предприятие, в котором прямому инвестору — резиденту другой страны принадлежит более 10% обыкновенных акций и голосов (в акционерном предприятии) или их эквивалент (в неакционерном предприятии).

ПРЯМОЙ ИНВЕСТОР (англ. *direct investor*) — государственные и частные организации, физические и юридические лица, а также их объединения, владеющие предприятием с прямыми инвестициями за рубежом.

ПРЯМЫЕ ЗАРУБЕЖНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (англ. *foreign direct investments*) — приобретение длительного интереса резидентом одной страны (прямым инвестором) в предприятии — резиденте другой страны (предприятия с прямыми инвестициями).

СВОБОДНАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЗОНА (СЭЗ) — особая форма международной экономической интеграции.

СИФ (англ. сокращение от *cost* — стоимость, *insurance* — страхование, *freight* — фрахт, CIF) — одно из условий поставки товаров водным транспортом в международной торговле, при котором продавец должен обеспечить морское страхование от риска гибели или повреждения товара во время перевозки. Продавец обязан: зафрахтовать тоннаж и оплатить фрахт, доставить товар в порт и погрузить его на борт судна в согласованный срок, передать покупателю коносамент, заключить договор со страховщиком, выплатить страховую премию, выписать на покупателя и вручить ему страховой полис. Все издержки и ответственность за порчу товара или его случайную гибель несет покупатель с момента погрузки на борт судна.

СТРАНА БАЗИРОВАНИЯ (*home country*) — страна, в которой располагается головное подразделение международной корпорации.

ТРАНСНАЦИОНАЛЬНАЯ КОМПАНИЯ — корпорация, компания, осуществляющая основную часть своих операций за пределами страны, в которой она зарегистрирована, чаще всего в нескольких странах, где располагается сеть отделений, филиалов, предприятий.

ТРАНСНАЦИОНАЛЬНАЯ КОРПОРАЦИЯ (ТНК) — частное, государственное или смешанное предприятие, не зависимое от страны его происхождения и формы собственности на него, имеющее отделения в двух или более странах, которые функционируют в соответствии с системой принятия решений, позволяющей проводить согласованную политику и общую стратегию.

ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫЕ БАНКИ — крупные кредитно-финансовые комплексы универсального типа, с широкой сетью зарубежных филиалов, отделений, представительств, агентств, контролирующие валютные и кредитные операции на мировом рынке, основные посредники в международном движении ссудного капитала. Для деятельности таких банков характерна высокая доля международных операций, глобальность в географическом плане, универсальность предоставляемых услуг. Основная их клиентура — ТНК, иностранные представительства и государственные институты, международные организации.

ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫЕ МОНОПОЛИИ — хозяйственные системы, представляющие крупнейшие фирмы с огромными

активами за рубежом, занимающие главенствующее положение в производстве конкретных товаров и реализации услуг, действующие в международном масштабе. Экономической основой создания Т.м. является концентрация производства и капитала предприятий, специализирующихся на производстве определенного вида продуктов. Важное условие возникновения и развития транснациональных фирм связано с интернационализацией хозяйственной жизни и конвертируемости национальных валют. Развитие Т.м. регулируется законодательством об иностранных инвестициях на территории стран, определяющим возможности создания филиалов зарубежных фирм, порядок их налогообложения, форм взаимодействия с национальным капиталом. В последние годы увеличивается доля европейских и японских Т.м.

ТРАНСФЕРТНЫЕ ЦЕНЫ (*transfer prices*) — цены, отличающиеся от рыночных цен внутрикорпорационной торговли между находящимися в разных странах подразделениями одной и той же корпорации и используемые для перевода прибыли и сокращения налогов.

ТРАТТА (*draft*) — документ, содержащий безусловный приказ кредитора (трассанта — *drawer*) заемщику (трассату — *drawee*) об уплате в установленный срок определенной суммы трассанту или третьему лицу — векселедержателю (ремитенту), в качестве которого чаще всего выступает банк кредитора. В международной практике широко применяются переводные векселя (тратты).

ФАКТОРИНГ — система финансирования, согласно которой поставщик товаров переуступает краткосрочные требования по товарным сделкам факторинговой компании в целях незамедлительного получения большей части платежа, гарантии полного погашения задолженности, снижения расходов по ведению счетов.

ФАС — коммерческие условия, определяющие порядок поставки и оплаты товаров в международной торговле. Термин образован из начальных букв английских слов Free Along Ship (свободен вдоль судна). Купля-продажа товара на условиях ФАС означает обязанность продавца за счет собственных сил и средств доставить товар к борту судна. Покупатель обязан своевременно зафрахтовать судно, он несет все расходы по погрузке товаров на борт. Риск случайной гибели или порчи переходит с продавца на покупателя в момент фактической

поставки товара вдоль борта судна. При поставке товара на условиях ФАС в цену реализации включаются непосредственно цена товара, а также транспортные и другие расходы.

ФОБ — коммерческие условия, определяющие порядок поставки и оплаты товаров в международной торговле и учета в ценах затрат на транспортировку, погрузочно-разгрузочные операции, в основном при морских перевозках. Термин образован из начальных букв английских слов *Free on Board* (свободен на борту). При доставке товаров другими видами транспорта, в частности железнодорожным, ФОБ соответствует условию франко-вагон. Купля-продажа товара на этих условиях предполагает обязанность продавца за счет собственных сил и средств доставить и погрузить товар на борт судна. В этом случае в цену реализации включается непосредственно цена самого товара, а также транспортные и другие расходы, до момента его доставки на борт судна.

ФОРВАРДНЫЙ КУРС (*forward rate*) — соглашение о размере процентной ставки, которая будет выплачена в установленный день на условную неизменную сумму основного долга и которая может быть выше или ниже текущей рыночной процентной ставки на данный день.

ФОРФЕЙТИНГ (*forfeiting*) — специфическая форма кредитования торговых операций, заключающаяся в покупке у продавца товаров векселей, акцептированных покупателем этих товаров.

ФРАНЧАЙЗИНГ (*franchising*) — способ ведения бизнеса, при котором одна сторона — франшизер (*franchiser*) продает другой независимой стороне — франшизе (*franchisee*) право на пользование своим фирменным знаком, что является существенным активом для франшизы.

ФЬЮЧЕРС (*futures*) — обязательные для исполнения стандартные краткосрочные контракты на покупку или продажу определенной ценной бумаги, валюты или товара по определенной цене на определенную дату в будущем.

ФЬЮЧЕРСНАЯ СДЕЛКА — вид сделок на фондовой или товарной бирже. Условия Ф.с. предполагают передачу акции или товара с уплатой денежной суммы через определенный срок после заключения сделки по цене, указанной в контракте. Различают простые и премиальные Ф.с. В первом случае оговаривается выполнение обязательств в определенные условия сделки сроки по фиксированным на момент ее заключения курсам или ценам, во втором — предусматривается выплата одним

из контрагентов премии, за что другой получает право на отказ ее от сделки или пересмотр ее первоначальных условий.

ХЕДЖИРОВАНИЕ (*khedzhirovaniye*) — форма страхования цены и прибыли при совершении фьючерских сделок, когда продавец (покупатель) одновременно производит закупку (продажу) соответствующего количества фьючерских контрактов.

ХОЛДИНГОВАЯ КОМПАНИЯ — разновидность акционерных компаний или корпораций. Суть этого предпринимательского образования сводится к владению одной основной (родительской) компанией частью ценных бумаг дочерних кампаний, входящих в холдинг. Вхождение компаний в холдинги не связано с контрактами или соглашениями между членами холдинга. В этом заключается главное отличие холдингов от концернов.

ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ — выпуск ценных бумаг в обращение, в том числе продажа ценных бумаг их первым владельцам — гражданам или юридическим лицам.

ЛИТЕРАТУРА

ОСНОВНАЯ

1. Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».
2. Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».
3. *С.В. Валдайцев, П.П. Воробьев* и др. Инвестиции : учебник / под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. М. : ТК Велби, Проспект, 2005.
4. *Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина, М.В. Макарова* и др. Инвестиции : учеб. пособие / изд. 2-е, перераб. и доп. М. : КНОРУС, 2004.

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ

5. *Бочаров В.В.* Инвестиции. СПб. : Питер, 2002.
6. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М. : Олимп-Бизнес, 1997.
7. *Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А.* Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика : учеб.-практ. пособие. М. : Дело, 2001.
8. *Гитман Л.Д., Джонк М.Д.* Основы инвестирования / пер. с англ. М. : Дело, 1999.
9. *Ендовицкий Д.А.* Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: Методология и практика / под ред. Л.Т. Гиляровской. М. : Финансы и статистика, 2001.
10. *Игошин Н.В.* Инвестиции. Организация управления и финансирование : учебник для вузов. М. : Финансы, ЮНИТИ. 1999.
11. *Мазур И.И., Шапиро В.Д. и др.* Управление проектами : справочное пособие / под ред. И.И. Мазур, В.Д. Шапиро. М. : Высшая школа, 2001.
12. *Матросов С.В.* Европейский фондовый рынок. М. : Экзамен, 2002.
13. *Мелкумов Я.С.* Организация и финансирование инвестиций : учеб. пособие. М. : ИНФРА-М, 2000.

14. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция) : официальное издание / Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации, Министерство финансов Российской Федерации, Государственный комитет по строительству, архитектуре и жилищной политике. ; рук. авт. кол. : В.В. Косов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров. М. : Экономика, 2000. .
15. *Мовсесян А.Г., Огневцев С.Б.* Международные валютно-кредитные отношения : учебник. М. : ИНФРА-М, 2003.
16. *Найденков В.И.* Инвестиции : учеб. пособие. М. : ПРИОР, 2005.
17. *Орлова Е.Р.* Инвестиции : курс лекций / 2-е изд., перераб. и доп. М. : Омега-Л, 2004.
18. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов / пер. с англ. М. : Лаборатория базовых знаний, 2000.
19. *Рубцов Б.Б.* Мировые рынки ценных бумаг. М. : Экзамен, 2002.
20. *Рудый К.В.* Финансовые, денежные и кредитные системы зарубежных стран: учеб. пособие / изд. 2-е, исп. и доп. М. : Новое знание, 2004.
21. *Фабоцци Ф.Дж.* Управление инвестициями. М. : ИНФРА-М, 2000.
22. *Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В.* Инвестиции / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 1999.
23. *Энг М.В., Лис Ф.А., Мауэр Л.Дж.* Мировые финансы / пер. с англ. М. : ДеКА, 1998.
24. *Чиненов М.В.* Международный бизнес : учеб. пособие. М. : Современная экономика и право, 2005.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ПРИМЕРЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Принятие решения о реализации инвестиционного проекта требует рассмотрения его участниками критерия повышения ценности фирмы, основными факторами которой могут стать рост дохода, снижение производственного и финансового риска, повышение эффективности работы. Ключевая задача оценки эффективности любого инвестиционного проекта заключается в определении реальности достижения именно таких результатов. Результаты оценки эффективности инвестиционных проектов в равной степени зависят как от полноты и достоверности исходных данных, так и от корректности методов, используемых при их анализе. Большую роль в обеспечении адекватной интерпретации результатов расчетов играют также квалификация и опыт привлеченных экспертов и консультантов.

Международная практика разделяет задачи и методы финансовой и экономической оценок, в результате чего оба указанных подхода дополняют друг друга.

ФИНАНСОВАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

В ходе оценки сопоставляются ожидаемые затраты и возможные выгоды (оттоки и притоки) и получают представление о потоках денежных средств (*cash flow*).

К ожидаемым затратам относятся:

- издержки по инвестированию (расходы на приобретение оборудования и материалов) включают в себя денежные средства, направляемые на получение права собственности, а также любые иные расходы, связанные с продолжением жизни активов, например издержки на капитальный ремонт;

- эксплуатационные расходы, которые являются периодическими (обычно ежегодными) издержками по использованию фондов (активов).

Выгоды от инвестиций можно рассматривать в качестве источника денежных средств. Они включают в себя снижение издержек производства, дополнительные доходы, экономию на налогах, денежные

средства от продажи активов, подлежащих замене, предполагаемую ликвидационную (остаточную) стоимость новых активов в конце срока их службы.

Денежный поток обычно состоит из потоков от отдельных видов деятельности:

- поток реальных денег от производственной или оперативной деятельности (производство и сбыт товаров и услуг);
- поток реальных денег от инвестиционной деятельности;
- поток реальных денег от финансовой деятельности.

Условием успеха инвестиционного проекта служит положительное значение общего сальдо денежного потока. В случае отрицательной величины сальдо необходимо привлечь дополнительные собственные или заемные средства и отразить их в расчетах эффективности.

Пример 1. Расчет потока реальных денежных средств, который возникает в процессе реализации инвестиционного проекта, предполагающего создание нового производства.

В рамках примера ожидается реализация всего объема произведенных товаров. Проект рассчитан на 5 лет.

Производственная программа

Показатель	Год				
	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Объем производства, шт.	2 000	2 500	2 700	3 000	3 000

На прединвестиционной стадии намечается произвести затраты, которые впоследствии будут отнесены к расходам будущих периодов.

Предынвестиционные затраты

Статья затрат	Сумма, тыс. руб.
Исследование возможностей проекта	200
Предварительные технико-экономические исследования	200
Бизнес-план (технико-экономическое обоснование)	100
Итого:	500

Инвестиционные издержки проекта планируется осуществить в размере 14 000 тыс. руб.

Инвестиционные затраты

Статья затрат	Сумма, тыс. руб.
Заводское оборудование	11 000
Первоначальный оборотный капитал	2 200
Нематериальные активы	800
Итого:	14 000

Амортизация начисляется равными долями в течение всего срока службы (5 лет). Через 5 лет фирма реализует оборудование по цене 1019 тыс. руб. (9,26% от первоначальной стоимости).

Маркетинговые исследования показали, что фирма сможет реализовывать свою продукцию по цене 12 000 тыс. руб. за единицу. Затраты же на ее производство составят 9800 тыс. руб.

Затраты на производство единицы продукции

Статья затрат	Сумма, тыс. руб.
Материалы и комплектующие	8 600
Заработная плата и отчисления	800
Общезаводские и накладные расходы	300
Издержки на продажах	100
Итого:	9 800

Финансирование проекта предполагается осуществлять за счет долгосрочного кредита под 7% годовых.

Динамика погашения кредита

Показатель	Год					
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Погашение основного долга	0	0	-3 500	-3 500	-3 500	-3 500
Остаток кредита	14 000	14 000	10 500	7 000	3 500	0
Проценты выплаченные	0	-980	-980	-735	-490	-245

Данные о стоимости основных фондов и нематериальных активов:

Стоимость основных фондов и нематериальных активов

Показатель	Год					
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Стоимость основных фондов и нематериальных активов на конец периода	11 800	14 160	16 520	18 880	21 240	23 600

Расчет потока реальных денег, возникающего при реализации проекта.

Динамика погашения кредита

Показатель	Год					
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Операционная деятельность						
Выручка от продаж (без НДС)	0	24 000	30000	32400	36000	36000
Материалы и комплектующие	0	-17 200	-21500	-23220	-25800	-25800
Заработная плата и отчисления	0	-1 600	-2000	-2160	-2400	-2400
Общезаводские и накладные расходы	0	-600	-750	-810	-900	-900
Издержки на продажах	0	-200	-250	-270	-300	-300
Амортизация (линейным способом)	0	-2 360	-2360	-2360	-2360	-2360
Проценты в составе себестоимости	0	-980	-980	-735	-490	-245
Расходы будущих периодов	0	-100	-100	-100	-100	-100
Налог на имущество	0	-519	-614	-708	-802	-897
Балансовая прибыль	0	441	1446	2037	2848	2998
Налог на прибыль	0	-106	-347	-489	-683	-720
Чистая прибыль от операционной деятельности	0	335	1 099	1 548	2 164	2 279
Сальдо операционной деятельности	0	3 775	4 539	4 743	5 114	4 984

Показатель	Год					
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Инвестиционная деятельность						
Поступления от продажи активов	0	0	0	0	0	1 019
Заводское оборудование	-11 000	0	0	0	0	0
Первоначальный оборотный капитал	-2 200	0	0	0	0	0
Нематериальные активы	-800	0	0	0	0	0
Сальдо инвестиционной деятельности	-14 000	0	0	0	0	1 019
Сальдо операционной и инвестиционной деятельности	-14 000	3 775	4 539	4 743	5 114	6 003
Накопленное сальдо операционной и инвестиционной деятельности	-14 000	-10 225	-5 686	-943	4 172	10 174
Финансовая деятельность						
Долгосрочный кредит	14 000	0	0	0	0	0
Погашение основного долга	0	0	-3500	-3 500	-3 500	-3 500
Остаток кредита	14 000	14 000	10 500	7 000	3 500	0
Проценты выплаченные	0	-980	-980	-735	-490	-245
Сальдо финансовой деятельности	14 000	-980	-4 480	-4 235	-3 990	-3 745
Сальдо трех потоков	0	2 795	59	508	1 124	2 258
Накопленное сальдо трех потоков	0	2 795	2 854	3 362	4 487	6 744
Дисконтирующий множитель ($d=7$)	1,0000	0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,7130
Дисконтированный денежный поток	0	2 612	52	415	858	1 610

Вывод. В рассматриваемом проекте соблюдается необходимый критерий его принятия — положительное сальдо накопленных реальных денег (сальдо трех потоков) в любом временном интервале, где данный участник осуществляет затраты или получает доходы. Кроме того, ни в одном интервале не возникает потребности в дополнительных средствах. Предварительный анализ структуры потока реальных денег показывает, что проект в целом экономически привлекателен, поскольку он обеспечивает получение доходов, превышающих инвестиции в проект.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

При оценке экономической эффективности акцент делается на потенциальную способность инвестиционного проекта сохранять покупательную ценность вложенных средств и обеспечить достаточные темпы их прироста. Анализ строится на определении интегральных показателей эффективности инвестиционных проектов.

Методы, используемые при оценке эффективности инвестиционных проектов, можно разделить на простые (статические) и сложные (динамические).

Простые методы оценки эффективности инвестиционного проекта

К простым методам относятся те методы, которые оперируют отдельными, точечными значениями исходных данных, но при этом не учитывается вся продолжительность срока жизни проекта и неравнозначность денежных потоков, возникающих в различные моменты времени. Эти методы используют простые расчеты и являются достаточно иллюстративными, вследствие чего они часто используются для быстрой оценки проектов на предварительной стадии их анализа. На практике наиболее часто используются два из них — расчет простой нормы прибыли и периода окупаемости.

Расчет простой нормы прибыли. Простая норма прибыли (ROI — *return of investments*) — показатель, аналогичный показателю рентабельности капитала, однако ее отличие в том, что она рассчитывается как отношение чистой прибыли (P_r) за один период времени (обычно за год) к общему объему инвестиционных затрат (I):

$$ROI = \frac{P_r}{I}.$$

Пример 2. Определение простой нормы прибыли.

Чистая прибыль от операционной деятельности

(тыс. руб.)

Год					
0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
0	335	1 099	1 548	2 164	2 279

$$P_r = (335 + 1099 + 1548 + 2164 + 2279) : 75 = 1485 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Инвестиционные затраты составляют 14 000 тыс. руб. соответственно, простая норма прибыли равна:

$$ROI = 1485 : 14\,000 = 10,61\%.$$

Вывод. Данная норма прибыли удовлетворяет требуемому инвесторами уровню (10–20%), что говорит о привлекательности проекта. Однако не принимается во внимание временная цена годовой прибыли, устранить этот недостаток можно только с помощью методов дисконтирования.

Расчет периода окупаемости. Посредством этого показателя рассчитывается период времени, в течение которого проект не приносит прибыли, т.е. весь объем генерируемых проектом денежных средств направляется на возвращение первоначально инвестированного капитала.

Период окупаемости рассчитывается по формуле:

$$PP = \frac{I_0}{P},$$

где *PP* (*payback period*) — период окупаемости;

I_0 (*investments*) — первоначальные инвестиции;

P — чистый годовой поток денежных средств от реализации инвестиционного проекта.

Период окупаемости можно также рассчитать путем постепенного вычитания суммы амортизационных отчислений и чистой прибыли за очередной интервал планирования из общего объема капитальных затрат. Интервал, за который остаток нивелируется или становится отрицательным, и является тем самым периодом окупаемости. Если данный результат не достигнут, то срок окупаемости превышает установленный срок жизни проекта.

Пример 3. Определение периода окупаемости.

Для расчета периода окупаемости необходимо:

- рассчитать кумулятивный (накопленный) поток реальных денежных средств, поскольку в используемом проекте возникающие денежные потоки не равны по годам;

■ определить, на каком году жизни кумулятивный поток денежных средств принимает положительное значение (в данном случае это 4-й год);

■ найти часть суммы инвестиций, не покрытой денежными поступлениями, в период, предшествующий году, определенному на предыдущем шаге (943 тыс. руб.);

■ разделить этот непокрытый остаток суммы инвестиций на величину денежных поступлений в периоде, в котором кумулятивный поток принимает положительное значение (в данном случае 943 тыс. руб. составляют 0,18 от суммы денежных поступлений в 3-м году, равной 5114 тыс. руб.). Полученный результат будет характеризовать ту долю данного периода, которая в сумме с предыдущими целыми периодами и образует общую величину срока окупаемости. В нашем примере период окупаемости равен 3,18 года (3 года + 0,18 года).

Кумулятивный поток реальных денежных средств

(тыс. руб.)

Показатель	Год					
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Сальдо операционной и инвестиционной деятельности	-14 000	3 775	4 239	4 743	5 114	6 003
Накопленное сальдо операционной и инвестиционной деятельности	-14 000	-10 225	-5 686	-943	4 172	10 174

Вывод. Рассчитанный период окупаемости показывает, что соотношение между чистыми годовыми потоками реальных денег и начальными инвестициями благоприятное, так как значение показателя, равное 3,18 года, находится в пределах жизненного срока рассматриваемого проекта (5 лет).

Дисконтирование

Дисконтирование представляет собой операцию, обратную начислению сложных процентов, смысл которой заключается в изменении (снижении) ценности денежных ресурсов с течением времени. От выбора ставки дисконтирования во многом зависит оценка эффективности инвестиционных проектов. Существует множество методик, позволяющих обосновать использование той или иной ставки дисконтирования.

Сложные (динамические) методы оценки эффективности инвестиционного проекта

Для получения оценки инвестиционной привлекательности проекта необходимо откорректировать все показатели будущей деятельности инвестиционного проекта с учетом снижения ценности денежных потоков по мере отдаления во времени связанных с ним операций (дисконтирования). На практике наибольшее распространение получили методы расчета показателей чистой текущей стоимости проекта (*NPV*) и внутренней нормы прибыли (*IRR*).

Чистая текущая стоимость проекта. NPV (net present value) — это значение чистого потока денежных средств за время жизни проекта, приведенное в соответствие с фактором времени. Формула расчета данного показателя выглядит следующим образом:

$$NPV = \sum_1^n \frac{P_t}{(1+d)^t} - I_0, \quad (1)$$

где P_t — объем генерируемых проектом денежных средств в периоде t ;
 d — норма дисконта;
 n — продолжительность периода действия проекта, годы;
 I_0 — первоначальные инвестиционные затраты.

В случае если инвестиционные расходы осуществляются в течение ряда лет, формула расчета чистой текущей стоимости проекта примет вид:

$$NPV = \sum_1^n \frac{P_t}{(1+d)^t} - \sum_1^n \frac{I_t}{(1+d)^t}, \quad (2)$$

где I_t — инвестиционные затраты в период t ;

При этом если:

$NPV > 0$ — принятие проекта целесообразно;

$NPV < 0$ — проект следует отвергнуть;

$NPV = 0$ — проект не является убыточным, но и не приносит прибыли.

Одним из факторов, определяющих величину чистой текущей стоимости проекта, является масштаб деятельности, который выражается в физических объемах инвестиций, производства или продаж. Поэтому применение данного метода ограничено для сопоставления различных проектов: большое значение *NPV* не всегда будет соответствовать наиболее эффективному использованию инвестиций.

В такой ситуации целесообразно рассчитать *показатель рентабельности инвестиций (PI — profitability index)*:

$$PI = \sum_1^n \frac{P_t}{(1+d)^t} : \sum_1^n \frac{I_t}{(1+d)^t}, \quad (3)$$

или в обобщенном виде:

$$PI = \frac{PVP}{PVI}, \quad (4)$$

где *PVP* (*present value of payments*) — дисконтированный положительный поток денежных средств (от операционной или инвестиционной деятельности);

PVI (*present value of investment*) — дисконтированная стоимость инвестиционных затрат.

Показатель внутренней нормы прибыли. Внутренняя норма прибыли (*IRR — internal rate of return*) характеризует эффективность вложений в проект на определенном этапе времени. На практике внутренняя норма прибыли представляет собой такую ставку дисконта, при которой эффект от инвестиций, т.е. чистая текущая стоимость *NPV*, равен нулю. Другими словами, приведенная стоимость будущих денежных потоков равна приведенным капитальным затратам. В общем виде, когда инвестиции и отдача от них задаются в виде потока платежей, *IRR* определяется как решение уравнения

$$\sum_1^n \frac{P_t}{(1+d)^t} - I_0 = 0. \quad (5)$$

Если инвестиционные расходы осуществляются в течение ряда лет, то формула примет вид:

$$\sum_1^n \frac{P_t}{(1+d)^t} = \sum_1^n \frac{I_t}{(1+d)^t}. \quad (6)$$

Внутренняя норма прибыли находится методом итерационного подбора значений ставки сравнения (дисконта) при вычислении показателя чистой текущей стоимости проекта. Алгоритм определения *IRR* методом подбора таков:

- выбираются два значения нормы дисконта и рассчитывается *NPV*. При одном значении нормы дисконта значение *NPV* должно быть ниже нуля, а при другом — выше нуля;

- значения коэффициентов и значения *NPV* подставляются в формулу (интерполяцию):

$$IRR = d_1 + \frac{NPV_1}{(NPV_1 - NPV_2)} \times (d_2 - d_1), \quad (7)$$

где d_1 — норма дисконта, при которой значение NPV положительно;
 NPV_1 — величина положительного значения NPV ;
 d_2 — норма дисконта, при которой значение NPV отрицательно;
 NPV_2 — величина отрицательного значения NPV .

Ввиду сложности расчетов вручную нет гарантии получить верные результаты, поэтому данный показатель на практике рассчитывается с помощью специализированных программ для ПК или с использованием финансовых калькуляторов.

Пример 4. Определение чистой текущей стоимости и индекса рентабельности.

Для того чтобы можно было принять проект, он должен обеспечить соответствующую норму прибыли. Допустим, проект окажется приемлемым для фирмы только в том случае, если он обеспечит доходность не менее 7% годовых.

Для расчета чистой текущей стоимости необходимо:

- вычислить текущие стоимости всех ежегодных денежных потоков;
- сложить все дисконтированные денежные потоки;
- вычесть инвестиционные издержки из общей суммы денежных потоков.

Расчет текущей стоимости и индекса рентабельности

Показатель	Сумма, тыс. руб.					
Сальдо трех потоков	0	2 795	59	508	1 124	2 258
Накопленное сальдо трех потоков	0	2 795	2 854	3 362	4 487	6 744
Дисконтирующий множитель		0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,713
Дисконтированный денежный поток	0	2 612	52	415	858	1 610
<i>PVP</i>		3 528,04	3 964,77	3 871,8	3 901,58	4 279,79

Таким образом, чистая текущая стоимость рассматриваемого проекта равна сумме чистых дисконтированных потоков и составляет:
 $NPV = 2612 + 52 + 415 + 858 + 1610 = 5545,99$ (тыс. руб.).

Индекс рентабельности:

$$PI = (3528,04 + 3964,77 + 3871,8 + 3901,58 + 4279,79) : 14\,000 = 1,4.$$

Расчет внутренней нормы доходности

Показатель	Год						Итого NPV
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	
Норма дисконта $d_1 = 21,9\%$.							
Чистые денежные потоки	0,0	814,80	-1 679,60	-680,90	331,50	1 861,29	
Дисконтирующий множитель	1,0	0,8203	0,6730	0,5521	0,4529	0,3715	
Дисконтированный денежный поток	0,0	668,42	-1 130,31	-375,90	150,13	691,51	$NPV_2 = +3,84$ тыс. руб.

Расчет внутренней нормы доходности

Показатель	Год						Итого <i>NPV</i>
	0-й	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	
Норма дисконта $d_2 = 22\%$.							
Чистые денежные потоки	0,0	800,80	-1 693,6	-688,88	326,18	1 858,63	
Дисконтирующий множитель	1,0	0,8197	0,6719	0,5507	0,4514	0,3700	
Дисконтированный денежный поток	0,0	656,39	-1137,8	-379,37	147,24	687,69	$NPV_2 = -22,92$ тыс. руб.

Нормам дисконта $d_1 = 21,9\%$ и $d_2 = 22\%$ соответствуют $NPV_1 = 3,84$ тыс. руб. и $NPV_2 = -22,92$ тыс. руб.

$$IRR = 21,9 + \frac{3,84}{3,84 - (-22,92)} \times (22 - 21,9) = 21,9129\%.$$

Вывод. В итоге NPV положителен, PI больше единицы. IRR значительно превышает пороговый показатель доходности для фирмы. Следовательно, проект может быть принят, так как удовлетворяет всем критериям оценки экономической эффективности инвестиционных проектов.

Взаимосвязь между показателями эффективности инвестиционного проекта

В случае рассмотрения единичного проекта при расчете значений NPV , PI и IRR можно заметить, что проект, приемлемый по одним показателям, будет приемлемым и по другим. Это объясняется тем, что между значениями NPV , PI и IRR имеется очевидная взаимосвязь:

Если $NPV > 0$, то одновременно $IRR > HR$ и $PI > 1$.

Если $NPV < 0$, то одновременно $IRR < HR$ и $PI < 1$.

Если $NPV = 0$, то одновременно $IRR = HR$ и $PI = 1$,

где HR (*hurdle rate*) — барьерный коэффициент, выбранный фирмой в качестве уровня желательной рентабельности инвестиций.

В случае когда рассматриваются несколько альтернативных проектов, несмотря на отмеченную взаимосвязь между показателями NPV , PI и IRR , проблема выбора критериев оценки остается актуальной. Основная причина данной проблемы заключается в том, что NPV — это абсолютный показатель, а PI и IRR — относительные.

При наличии нескольких взаимоисключающих (альтернативных) инвестиционных проектов оценки эффективности инвестиционных проектов на основе расчета показателей NPV и IRR могут не совпадать. В этом случае при сравнении альтернативных проектов предпочтительно воспользоваться методом расчета показателя чистой приведенной стоимости NPV .

Чиненов Михаил Вячеславович
Черноусенко Алексей Иванович
Зозуля Валерий Иванович
Хрусталёва Наталья Александровна

ИНВЕСТИЦИИ

Учебное пособие

Редактор *А.М. Радченко*
Корректор *Н.А. Гежа*
Компьютерная верстка: *И.В. Рощина*

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.02.953.Д.00007021.10.05 от 27.10.2005 г.

Подписано в печать 20.10.2006.

Формат 60×90/16. Гарнитура «Petersburg». Печать офсетная. Бумага газетная.
Усл. печ. л. 15,5. Уч.-изд. л. 11,9. Тираж 3000 экз. Заказ № 1636.

ЗАО «КНОРУС». 129110, Москва, ул. Большая Переяславская, 46.

Тел.: (495) 680-7254, 680-0671, 680-1278.

E-mail: office@knorus.ru <http://www.book.ru>

Отпечатано в ОАО «Домодедовская типография»,
г. Домодедово, Каширское ш., д. 4, корп. 1.